

4/1
285.



**UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTONOMA DE MEXICO**

Facultad de Contaduría y Administración

MERCADO CAMBIARIO

257987

**Seminario de Investigación Contable
Que para obtener el título de
LICENCIADO EN CONTADURIA
p r e s e n t a n**

**MARIO FRANCISCO BERRIOS HERNANDEZ
HERIBERTO LOPEZ RODRIGUEZ**



Asesor del Seminario: C.P. Jorge Resa Monroy

México, D. F.

1998

**TESIS DE
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

AGRADECIMIENTOS

A la Facultad de Contaduría y Administración

Nuestra inmensa gratitud porque gracias a su existencia hemos podido cristalizar parte de nuestros sueños ahora convertidos en realidad y grandes esperanzas, de poder alcanzar las más altas cumbres.

Al Profesor

Por haber sido la guía en esta etapa de nuestra vida, por su apoyo y tenacidad para la consecución de este trabajo.

A Dios

Por concedernos el milagro de la vida, y ahora por este paréntesis en la eternidad

A mis padres

Por que fueron y son unas personas excepcionales cuyas inapreciables lecciones sobre la vida han sido siempre mi guía.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
---------------------------	----------

CAPITULO I.

MERCADO CAMBIARIO

1.1	Historia y desarrollo del mercado cambiario.....	3
1.2	Conceptos básicos de divisas.....	6
1.3	Mercado cambiario al contado.....	8
1.4	Mercado cambiario en México.....	11
1.5	Perspectivas del mercado cambiario en México.....	19

CAPITULO II.

MERCADO DE CAMBIOS AL CONTADO ((SPOT))

2.1	Cotización directa e indirecta	21
-----	--------------------------------------	----

2.2	Cotización con respecto al dólar	21
2.3	Posiciones larga, <long> y corta, <short>.....	22
2.4	Posición del cambista frente a posición del banco.....	23
2.5	Posición del cambista sobre la base del dólar	23
2.6	Factores que influyen en los tipos de cambio.....	24
2.7	Conceptos de tipo de cambio	26
2.8	Clases de arbitraje	34
2.9	Operaciones cambiarias al contado.....	36
2.10	Tasa de interés spot y a futuro	40
2.11	Riesgos inherentes a las operaciones de cambio al contado.....	42

CAPITULO III.

MERCADO DE CAMBIOS A FUTURO ((FORWARD))

3.1	Historia y funcionamiento del mercado de cambios a futuros	44
3.2	La base.....	46
3.3	Utilización de la base	47

3.4	Cámara de compensación de bolsas	50
3.5	Tipos de coberturas	53
3.6	Aspectos que y nfluyen en la determinación del tipo de cambio a futuro.....	56
3.7	Operaciones cambiarias a futuro	60

CAPITULO IV.

LOS SWAPS

4.1	Desarrollo del mercado de swaps	62
4.2	Concepto de swaps	65
4.3	Estructura básica del swaps	68
4.4	Clasificación de las variedades de swaps	71
4.5	Tipos de swaps	77
4.6	Diversas formas de swaps de divisas	83
4.7	Perspectivas del mercado de swaps en México	85

CONCLUSIONES 94

BIBLIOGRAFÍA 98

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de investigación tiene por objeto mostrar un panorama general del mercado de cambios y su influencia sobre las empresas. No se trata de dar a conocer detalladamente este mercado, ya que es un tema sumamente extenso y no habría espacio suficiente para tratarlo en un estudio de esta índole. Resultaría imposible considerar todos los aspectos relativos a las finanzas internacionales que inciden en el mercado de cambios y por ende, en las empresas relacionadas con el comercio internacional.

En este trabajo se indica que los fenómenos económicos nacionales, así como los internacionales, repercuten en las empresas en general y sobre todo, en las entidades mexicanas que mantienen relaciones comerciales o financieras con organizaciones extranjeras.

Dichas relaciones de negocios se dan por medio de un tipo de cambio, que es determinado por diversos fenómenos económicos y políticos.

Se inicia con una breve descripción del mercado cambiario en nuestro país, enunciando sus principales participantes y el desarrollo que ha venido observando en el ámbito internacional, siendo importantes en este apartado ciertos conceptos del comercio internacional, el cual será favorable o desfavorable para las empresas según la balanza de pagos que tenga nuestro país en comparación con la de otros.

Por otra parte, para que este comercio se lleve a cabo, es necesaria la utilización de instrumentos de pago que sean aceptados por todos los países, tales instrumentos de pago se transfieren entre las empresas para cobrar derechos o liquidar obligaciones mediante el tipo de cambio.

En el presente escrito se hace un análisis de los principales puntos antes mencionados, procurando no extender su ámbito informativo con el objeto de lograr una mejor interpretación de los instrumentos financieros que aquí se mencionan.

Se incluyen descripciones del mercado de cambios a futuro y de contado en términos generales, asimismo se hace mención de las operaciones realizadas en ambos mercados y sus principales características.

De igual forma se analiza la situación de los swaps en el ámbito empresarial y su utilización como instrumentos financieros.

Por último se hace un breve análisis de la posición de México en el comercio exterior, la fluctuación del tipo de cambio y las perspectivas del desarrollo de nuevos mercados en el ámbito económico

MERCADO CAMBIARIO

1.1 Historia y desarrollo del mercado cambiario

Hace miles de años el comercio se realizaba mediante trueque : tres vacas a cambio de un caballo, una carreta de papas por una gallina, un saco de arroz por un día de trabajo. Algunos bienes como los granos y el ganado, se usaban a manera de dinero. es decir, como un medio de intercambio, de depósito de valor y de unidad de cuenta.

Aproximadamente en el año 2 500 a.c., se logro un mayor avance cuando comenzó la circulación de monedas de oro con un sello oficial que especificaba la calidad y la cantidad de metal precioso. Durante los siglos que siguieron, en la medida que aumentaba el comercio realizado en términos de oro y plata, el cambio de los distintos soberanos se convirtió en una operación que se limitaba a verificar el contenido del metal precioso y a descontarlo. Cabe recordar que en México se estableció la primera casa de moneda en el Nuevo Mundo, donde se han acuñado monedas de plata como divisa legal desde el siglo XVI y hasta nuestros días.

El advenimiento del **papel moneda** marcó el inicio del desarrollo del mercado cambiario, ya que el cambio de moneda de un soberano por la de otro se volvió una operación más compleja que el mero cambio de una moneda de oro o plata por otra.

Durante esa época los bancos europeos, los mercaderes y orfebres comenzaron a emitir comprobantes en papel que avalaban sus fondos en oro o plata y que se usaban en pagos por bienes y servicios, tanto en los mercados locales como en los más lejanos, siempre que la honestidad y el valor crediticio del remitente le otorgaran una reputación firme y ampliamente conocida. Los gobiernos pronto comenzaron a emitir su propio papel moneda, al cual declararon divisa legal y aceptaron en pago de impuestos aunque no siempre era convertible en oro o plata. El dinero "no convertible" también llamado **fiduciario**, financió numerosas guerras, incluyendo la Revolución Francesa, la Independencia Estadounidense y la Primera Guerra Mundial. En la actualidad, la gran mayoría de las monedas nacionales se emiten en papel moneda que no es convertible en oro o plata.

En México, el primer papel moneda se emitió en 1822, en épocas del imperio de Iturbide. Durante y después de la Revolución, los diversos gobiernos mexicanos inundaron la economía con papel moneda no convertible, esto provocó una hiperinflación y una pérdida absoluta de confianza en la moneda nacional. El papel moneda no se emitió ampliamente sino hasta el establecimiento en 1925, del Banco de México, el banco central del país.

El mercado cambiario como lo conocemos en la actualidad, negocia principalmente con **transferencias bancarias** más que con monedas o con papel moneda. Este moderno mercado comenzó a desarrollarse durante el periodo de posguerra, cuando la cooperación mundial fomentó el comercio y las finanzas internacionales, después de casi medio siglo de guerras y desastres económicos.

Esta cooperación se formalizó mediante el sistema monetario conocido como **Bretton Woods**, el cual consta en una serie de acuerdos firmados por 44 países (incluyendo México) en Bretton Woods, New Hampshire en 1944. Los acuerdos se enfocaron en el mantenimiento de la conversión libre de una divisa por otra dentro de un entorno de tipos de cambios estables. El sistema Bretton Woods logró su objetivo de estabilidad monetaria durante más de veinte años, pero a mediados de la década de los sesenta la oferta de dólares comenzó a rebasar la demanda. Este fenómeno fue resultado por una parte, del gasto excesivo del gobierno estadounidense y por la otra fue causado por el fin de una demanda internacional aparentemente insaciable de dólares como moneda reversa. En agosto de 1971 los Estados Unidos cerraron la **ventanilla de oro**, es decir, suspendieron las ventas de oro y por lo tanto cancelaron la capacidad de conversión de dólar en oro. Gracias a acuerdos temporales de carácter urgente, el sistema Bretton Woods se mantuvo por dos años más, pero finalmente sufrió un colapso total cuando en 1973 las principales monedas comenzaron a flotar contra el dólar.

Desde principios de la década de los setentas, el mercado cambiario se ha caracterizado a grandes rasgos por dos tendencias: los avances impresionantes en la tecnología de las comunicaciones y la computación, y la volatilidad de los tipos de cambio. El mercado cambiario al igual que los mercados financieros internacionales en general, asimiló algunas de esas innovaciones tecnológicas con el fin de propiciar mayor volumen de operaciones. Hoy en día es posible realizar operaciones de manera instantánea mediante el teléfono o la computadora, éstas se confirman por telex o fax, las divisas se transmiten electrónicamente en forma de transferencias bancarias y las computadoras guardan la información sobre las operaciones.

La segunda tendencia, la volatilidad de los tipos de cambio es el resultado de políticas fiscales y monetarias inconsistentes que privan en diversos países. La volatilidad imperante ha sido un incentivo para aumentar drásticamente el volumen de las operaciones cambiarias y para desarrollar **instrumentos derivados** como futuros y opciones.

En la actualidad casi todos los bancos en el mundo participan en el mercado cambiario, negocian cambios por el equivalente de miles de millones de dólares todos los días, principalmente en los centros bancarios de Nueva York, Londres, Zurich, Tokio y Hong Kong. Asimismo, se realizan operaciones de cambio en centros bancarios intermedios como México, D.F., Johannesburgo, París, Dublín y Toronto.

1.2 Conceptos básicos de divisas

Definición de “ divisas ” y “ tipo de cambio ”

El mercado cambiario o el mercado de divisas no es sino un mercado como cualquier otro, donde los compradores(demandantes) y los vendedores (oferentes) cambian bienes (en este caso divisas). De lo anterior se desprende que **el tipo de cambio no es sino un precio relativo, el precio de una moneda que se expresa en términos de la unidad de otra moneda.**

En términos formales, el concepto de divisas se define como:
(1) billetes y monedas extranjeras, (2) transferencias bancarias denominadas en moneda extranjera y (3) otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera.

(1) Billetes y monedas extranjeras

Quien haya cruzado fronteras, estando en un aeropuerto internacional o haya visitado el centro de cualquiera de las grandes ciudades en México, está familiarizado con las sucursales de bancos comerciales y casas de cambio: cuyos establecimientos son custodiados por guardias de seguridad, en su interior hay una hilera de cajeros y en los pizarrones se muestran listados de precios del peso o tipos de cambio, los cuales indican el valor de compra y venta de monedas extranjeras. A pesar de su aparente ubicuidad y de las numerosas operaciones de compra y venta de billetes y monedas extranjeras que se realizan en sus cajas, estos bancos y casas de cambio desempeñan un papel secundario dentro del mercado de divisas, manejando generalmente una porción reducida del mercado de cambios: **el mercado al menudeo**, que da servicio al turista, a pequeños comerciantes e inversionistas.

(2) Transferencias bancarias denominadas en moneda extranjera

El componente fundamental del mercado de divisas es la transferencia bancaria entre cuentas que se realizan en distintas monedas, ya sea en bancos o en otras instituciones financieras en diversos países. Por ejemplo, Banamex, al cambiar dólares por yenes, puede transferir dólares de su cuenta a la cuenta de su cliente en el Citibank en Nueva York, y recibir una transferencia de yenes de la cuenta de su cliente a su propia cuenta en el Sumitomo Bank en Tokio.

Las transferencias bancarias no se venden ni se compran en forma de billetes o monedas en el aeropuerto, en los hoteles o en las casas de cambio, sino que sus operaciones se realizan lejos de la vista del público, en el **mercado al mayoreo**. Este mercado conocido como **el mercado interbancario**, es aquel en el cual bancos, casas de cambio de mayoreo, corredores de divisas especializados y grandes empresas realizan sus transacciones mediante comunicaciones telefónicas, fax o telex.

(3) Otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera

Los mercados de divisas también manejan otros instrumentos de disponibilidad inmediata emitidos por instituciones financieras, como giros, cheques de viajero y cheques de caja. Al igual que las monedas y billetes extranjeros, su volumen en el total del mercado es muy reducido.

1.3 Mercado cambiario al contado

La gran mayoría de las transacciones en moneda extranjera son transferencias bancarias **al contado** (spot) o de "entrega inmediata". Sin embargo, en la práctica, las operaciones al contado no significan entrega inmediata, ni siquiera entrega al mismo día, sino al cabo de dos días hábiles, en otras palabras, la operación tiene **fecha valor** de dos días, no obstante, también se realizan transacciones **al mismo día y a 24 horas**. La razón de este retraso de dos días es porque los bancos deben contar con la oportunidad de procesar y verificar su documentación y debido a que el mercado de divisas es verdaderamente mundial, se requiere considerar la diferencia de horario que existe entre los centros cambiarios, en los cuales se efectúan operaciones que pueden ser hasta de doce horas. Si un banco en Tokio realiza una transacción con un banco en Nueva York, es

necesario calcular una diferencia de casi un día completo y una fecha calendario distinta.

Cuando se realiza una operación de cambio de una moneda local dos días antes de un fin de semana o de un día festivo, la fecha valor o fecha de entrega por conversión es el siguiente día hábil. Por ejemplo, si Barclays en Londres y Chemical Bank en Nueva York cambian libras por dólares el 2 de julio, no podrán llevar a cabo la entrega sino hasta después de dos días ya que el 4 de julio es día feriado en los Estados Unidos (día de la Independencia). Por lo tanto, la fecha valor es el 5 de julio, sin embargo, cabe destacar que si Barclays y Chemical Bank cambian libras por marcos alemanes, la entrega se ejecuta el 4 de julio ya que ese día no es festivo para el Reino Unido ni para Alemania. (No obstante que el Chemical Bank se encuentra en Nueva York, como la operación no implica dólares, es su obligación hacer la entrega de divisas el 4 de julio).

La definición de divisas al contado que impera en el mercado de pesos mexicanos/dólar es ligeramente distinta a la que establece Convenciones Internacionales.

Participantes en el mercado cambiario

Los principales participantes en los mercados internacionales de cambios son los clientes al menudeo, las grandes empresas, los bancos y casas de cambio, los bancos centrales y los corredores de divisas.

Clientes al menudeo

Algunas casas de cambio son propiedad de particulares y se especializan en transacciones cambiarias al menudeo, como las casas de cambio en el Bajío; otras más realizan operaciones tanto al menudeo como al mayoreo como es el caso nuevamente de Thomas Cook.

Bancos centrales

Un banco central es una institución pública que funciona como el banco del gobierno y como controlador y regulador del sistema bancario de su país, asimismo, norma la oferta de la moneda nacional y dirige la política monetaria nacional.

Los bancos centrales tienen el monopolio de la emisión de moneda y al igual que otros monopolistas, están capacitados para fijar el precio de su moneda o la cantidad en poder del público, pero no pueden predeterminedar ambas variables. Esto significa que pueden elegir un régimen de tipo de cambio fijo, el cual establece el precio de la moneda circulante con respecto a otra o pueden fijar la cantidad de dinero y permitir que su precio o tipo de cambio flote con respecto a otra moneda.

Corredores de cambios

En los mercados de cambio, las palabras corredor (broker) y cambista (dealer) se usan indistintamente ya que tanto los primeros como los segundos se dedican a la compra-venta de monedas extranjeras. Sin embargo, es importante deslindar ambas funciones, la diferencia radica en que un cambista mantiene un inventario de moneda extranjera, el cual aumenta cuando sus clientes desean vender y disminuye cuando sus clientes desean comprar; un corredor simplemente empata a compradores con vendedores sin asumir una posición propia frente al mercado cambiario.

Al centralizar la información, los corredores reducen los costos de compra-venta para los participantes del mercado y por lo tanto, ayudan a dotar de más liquidez al mercado cambiario .

La mayoría de los corredores de divisas son independientes, sus principales clientes son los bancos y las grandes empresas en el mercado interbancario.

La mecánica operativa del mercado cambiario

Las operaciones cambiarias se pueden caracterizar por ser descentralizadas, continuas y electrónicas.

El mercado cambiario descentralizado

Las operaciones de cambios no se llevan a cabo en una lonja, ni en instituciones o países específicos, sino que se realizan en todo el mundo. Los principales centros cambiarios donde se reúnen los bancos y corredores de mayor importancia son: Nueva York, Londres, Frankfurt, Zurich, Tokio, Hong Kong y Singapur.

El vasto mercado cambiario se realiza en todos los sitios donde se cambian divisas por moneda local, donde existe un banco, una sucursal o un banco con corresponsales que realizan transacciones en moneda extranjera.

El mercado cambiario electrónico

En las operaciones al mayoreo, los compradores y vendedores no se ven la cara, sino que se comunican directamente mediante teléfono, computadora o telex, así, el intercambio de divisas no se lleva a cabo físicamente sino de manera electrónica.

1.4 Mercado cambiario en México

El mercado de cambios mexicano es parte integral del mercado internacional, no obstante, el mercado cambiario en México

al igual que la participación mexicana en este mercado, tienen varias características especiales :

- La mayor parte de las operaciones se realizan en el mercado del peso/dólar con mínimas actividades en el mercado de divisas ajenas al dólar.
- La prohibición de liquidar transacciones en pesos fuera de México ha dividido las operaciones del peso contra divisas diferentes al dólar en dos partes: pesos dólar/otra moneda
- En el pasado reciente, existía un mercado cambiario dual peso/dólar y el mercado controlado y libre, los cuales fueron recientemente unificados.
- El mercado peso/dólar maneja un concepto distinto de mercado al contado y mercado adelantado al que impera en los mercados cambiarios internacionales. Además, cuenta con un original Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo.
- El mercado de cambios mexicano tiene una estructura institucional característica de México, donde los bancos y casas de cambio desempeñan papeles específicos en dicho mercado.

Importancia del dólar estadounidense

Si bien hay una intensa actividad de compra y venta de monedas extranjeras en México, la más importante es sin duda el cambio del peso/dólar. Lo anterior no es sorprendente ya que casi el setenta por ciento del comercio exterior de México se realiza en los Estados Unidos y una parte muy importante del comercio realizado con Europa, Asia y Latinoamérica es en dólares.

En la actualidad, el mercado del peso/dólar abre a las 9:00 y cierra a las 13:30 horas.

No Existe información disponible acerca de la cantidad y composición de las operaciones en monedas ajenas al dólar en México, no obstante, ante la apertura comercial en aumento y el mayor grado de sofisticación de los inversionistas mexicanos en busca de utilidades más ventajosas y de carteras más diversificadas, cabe esperar que las otras monedas fuertes desempeñen un papel nodal en el mercado mexicano de cambios.

El mercado cambiario del peso frente a divisas diferentes al dólar

El mercado interbancario del peso/no-dolar funciona aunque de manera indirecta: cuando un banco, empresa o casa de cambio mexicana desea comprar moneda ajena al dólar por pesos, éste compra dólares en el mercado peso/dólar y luego con los dólares adquiere la moneda extranjera en el mercado internacional interbancario, por lo tanto, la compra de la divisa distinta al dólar con pesos se divide en dos pasos realizados en dos mercados: el del peso/dólar y el mercado del dólar /otra divisa.

De igual manera, la venta de monedas extranjeras ajenas al dólar se divide en dos pasos ejecutados en dos mercados distintos: primero se cambia la moneda extranjera por dólares y después los dólares se cambian por pesos.

La razón principal es que el mercado del peso/no-dólar no cuenta con la liquidez suficiente, por lo tanto, al combinar dos mercados líquidos se obtienen indirectamente transacciones líquidas de peso/no-dólar.

El mercado libre, el mercado controlado y su unificación.

Al enfrentarse a problemas crónicos de balanza de pagos, muchos países optan por un régimen de tipo de cambio múltiple o dual y restringen ciertas operaciones cambiarias a un tipo de cambio determinado en el mercado y otras a uno o más tipos de cambio controlados. México no es la excepción: el 16 de agosto de 1982 ante la restricción del crédito externo, la disminución de ingresos por exportación de petróleo, la falta de control sobre el déficit público y las fugas insostenibles de capital, las autoridades decretaron un sistema cambiario dual, con un tipo de cambio preferencial y otro general.

El tipo de cambio preferencial se aplicó a la importación de bienes prioritarios, al pago de los intereses de la deuda externa pública y privada y de las obligaciones del sistema bancario mexicano con el exterior. A su vez, las divisas necesarias para atender el mercado preferencial se obtuvieron sobre todo, de las exportaciones de petróleo y de los créditos que pudiera conseguir el sector público. Por otra parte, la oferta y la demanda de divisas correspondientes a transacciones no comprendidas en el mercado preferencial determinaron el tipo de cambio general.

La inestabilidad cambiaria continuó en el país y en respuesta, el 1° de septiembre de 1982 se decretó el control generalizado de cambios que prohibió la importación y exportación de divisas excepto las realizadas por el Banco de México o por cuenta y orden del mismo. Además, la crisis cambiaria fue factor determinante en la nacionalización de la banca privada mexicana, decretada junto con el control generalizado de cambios.

El control generalizado de cambios rigió durante poco más de tres meses pues no logró su principal objetivo que era frenar la fuga de capitales.

La administración del presidente Miguel de la Madrid anunció el establecimiento de otro sistema de control de cambios que incluyó la operación de un mercado controlado y otro libre. A diferencia del sistema anterior, no se pretendió que el mercado controlado captara la totalidad del flujo de divisas que ingresaban en el país, sino únicamente los ingresos susceptibles de control en la práctica. Tal fue el caso de los ingresos por exportaciones de mercancías, los de servicios de empresas maquiladoras y el crédito externo adicional. El mercado controlado abarcó la mayor parte de las importaciones, los pagos del principal y de los intereses de la deuda externa del gobierno federal y de las empresas públicas y privadas, así como los gastos del servicio diplomático y consular, los de becarios y las aportaciones y cuotas a organismos internacionales.

En diciembre de 1982 el tipo de cambio libre sufrió una drástica devaluación frente al tipo de cambio controlado.

Al devaluar el tipo de cambio libre, las autoridades desalentaron al sector privado a comprar dólares para pagar la deuda, y al mismo tiempo, a sabiendas de que el sector privado estaba expuesto a severos riesgos por los tipos de cambio, el Banco de México organizó el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) con el fin de renegociar la deuda del sector privado en paquete.

Sin embargo, poco después el tipo de cambio libre y el controlado se colocaron casi a la par con el primero ligeramente más elevado que el segundo.

En términos generales es justo decir que ambos tipos de cambio mantuvieron una estrecha correlación en años recientes hasta quedar prácticamente unidos en respuesta a la desaparición del régimen cambiario dual y el control de cambios en noviembre de 1991.

El gobierno del presidente Carlos Salinas de Gortari abolió el control de cambios considerando que dada la situación actual y las perspectivas de la balanza de pagos, se había logrado la virtual igualación de los tipos de cambio y que en estas circunstancias, la dualidad del mercado cambiario había perdido su razón de ser.

Al abolirse el control de cambios, desaparecieron los tipos de cambio controlado y libre, quedando un solo tipo de cambio peso/dólar. Todas las obligaciones y transacciones indicadas al tipo de cambio controlado o libre se solventan ahora conforme a un tipo de cambio representativo del mercado, que el Banco de México identifica a través de una encuesta entre los principales intermediarios en el mercado cambiario al mayoreo. Este tipo de cambio representativo se publica diariamente en el Diario Oficial de la Federación.

El desliz cambiario vigente a finales de 1991 equivalía a 20 centavos diarios en promedio, sin embargo, el tipo de cambio del mercado al mayoreo puede fluctuar libremente en una banda de 2.0 por ciento de amplitud. Esta banda precisamente es la que se ajusta en 20 centavos diarios, la banda tiene como propósito por una parte, lograr una mayor flexibilidad para que los costos de las transacciones cambiarias se reflejen en los tipos de cambio y por otra, promover un funcionamiento más eficiente del mercado cambiario con menor intervención del Banco de México.

Los mercados cambiarios al contado y adelantado

Antes de noviembre de 1985 los bancos estadounidenses y mexicanos negocian numerosos contratos adelantados en pesos con respecto al dólar, pero a partir de esa fecha como ya se mencionó, las autoridades mexicanas prohibieron las liquidaciones de pesos en el extranjero. Además, la International Monetary Market División del Chicago Mercantile Exchange (CME) ofrecía un contrato a futuro

sobre el peso, el cual alcanzó cierto grado de éxito todavía a principios de la década de 1980. En ese periodo, la extraordinaria volatilidad del peso obligó al CME a establecer márgenes prohibitivos para el contrato del peso. La prohibición de liquidaciones de pesos en el extranjero provocó que el CME suspendiera las operaciones sobre este contrato.

No obstante y para suplir esta carencia, el 5 de enero de 1987 el Banco de México introdujo el Mercado de Coberturas de Corto Plazo un mercado de mostrador para cubrir el riesgo cambiario de pesos/dólar, que no requiere liquidaciones fuera de México. En otras liquidaciones se efectúan en pesos.

Actualmente, la mayoría de los bancos mexicanos y de las casas de bolsa pueden participar después de haber cumplido con una serie de requerimientos estrictos.

El papel de los bancos y de las casa de cambio

Los participantes en el mercado mexicano de cambios son los mismo en el mercado cambiario internacional: clientes a menudeo , grandes empresas, bancos, casas de cambio y el banco central. No obstante, los arreglos institucionales para los bancos comerciales y casas de cambio en el mercado cambiario mexicano tienen ciertas características únicas.

Bancos

Los bancos comerciales mexicanos si bien hacen un mercado (es decir, que están dispuesta a comprar o vender) en algunas divisas importantes ajenas al dólar, operan principalmente en el mercado del peso/dólar.

Los bancos mexicanos generalmente cubren sus operaciones en dólar/otra divisa con bancos extranjeros que por lo general se encuentran en Nueva York.

Actualmente los bancos comerciales mexicanos pueden efectuar transacciones en dólares en todas sus sucursales. Las sucursales efectúan principalmente operaciones al menudeo en billetes, cheques de viajero, giros y transferencias.

Con excepción del Citibank, los bancos extranjeros no pueden participar en el mercado del peso/dólar como intermediarios. Sin embargo, pueden satisfacer sus necesidades de pesos y la de sus clientes operando como bancos mexicanos. Los bancos extranjeros tampoco pueden contar con centrales de cambio de monedas ajenas al dólar en México, aunque las centrales de cambio de sus respectivas matrices operan activamente con sus contrapartes mexicanas en el mercado cambiario internacional.

Casa de Cambio

Las casas de cambio han operado en el mercado al menudeo en México durante varias décadas; no obstante, es solo partir de la reglamentación decretada en 1985 que empezaron a operar en el mercado interbancario con oro y plata.

Estas instituciones se clasifican conforme a dos factores : (1) operaciones que las caracterizan, v.g., mayoreo o menudeo y (11) forma de propiedad, por ejemplo casas de cambio bancarias, independientes o bursátiles.

El Banco de México

El Banco de México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores son las instituciones gubernamentales que regulan y supervisan el mercado mexicano de divisas. En su capacidad de Banco Central y autoridad monetaria, el Banco de México participa en el mercado cambiario de todas las monedas clave, tanto para diversificar su propia cartera como para satisfacer los requisitos del gobierno y más importante aún para instrumentar la política cambiaria.

El Banco de México también desempeña un papel clave en el establecimiento del tipo de cambio: interviene en la compra de dólares con pesos y la venta de dólares por pesos cuando la oferta y la demanda del mercado no se equilibran al tipo de cambio deseado.

1.5 Perspectivas del mercado cambiario en México

El crecimiento de la economía mexicana y su mayor integración a la economía mundial provocarán un aumento dramático en los volúmenes de operaciones de cambios del peso/dólar y de otras monedas, así es posible esperar que un mayor número de bancos y de casas de cambio mexicanas hagan mercado con más divisas, ofrezcan contratos adelantados y se vuelvan expertos en la cobertura contra riesgos cambiarios, tanto para sus propias instituciones como para sus clientes.

Sin embargo, dichos desarrollos representarán un poderoso desafío a los bancos y casas de cambio pues a menos que estos mejoren significativamente el nivel de sus servicios, los participantes en general podrían optar por negociar sus cambios con la banca extranjera. Lo anterior significa que los intermediarios mexicanos

deben aumentar el número y la calidad de las líneas telefónicas, contar con cambistas con una preparación a nivel internacional cuyo dominio del inglés sea absoluto, realizar investigaciones de calidad internacional y desarrollar infraestructura administrativa eficiente.

MERCADO DE CAMBIOS AL CONTADO

((SPOT))

2.1 Cotización directa e indirecta

La mayoría de los países aplican cotización directa, esto significa que los tipos de cambio dan el equivalente de una determinada cantidad de moneda extranjera cotizada (normalmente cien unidades, pero solo una unidad en el caso de tratarse del dólar o de la libra). Debido a ello, las monedas extranjeras se expresan en Suiza en Francos Suizos, en Alemania se expresan en Marcos Alemanes, etc., sin embargo hay excepciones a la regla. En tiempos pasados la Gran Bretaña no utilizaba el sistema decimal, por lo cual resultaba más fácil cotizar la libra esterlina en moneda extranjera. Este método de cotización indirecta sigue usándose actualmente a pesar de que el Reino Unido ha adoptado el sistema métrico decimal desde el año 1971. En los Estados Unidos por lo menos para las transacciones en el mercado nacional se aplica también la cotización directa, es decir que el tipo de cambio de una moneda extranjera se expresa en dólares, por el contrario, en sus transacciones internacionales los bancos norteamericanos utilizan los tipos de cambio europeos, es decir, desde su punto de vista la cotización indirecta.

2.2 Cotización con respecto al dólar

Contrariamente cuando se trata del cambio profesional practicado entre bancos, se cotiza normalmente al tipo del dólar, dicho de otro modo, los valores de las diferentes monedas nacionales

son expresados indicando el precio del un dólar de dichas monedas, debido a la costumbre de cotizar a tipos de cambio con respecto al dólar, que se desarrolló en los años cincuenta, el significado actual de la palabra (arbitraje) no es el mismo que tuvo en tiempos pasados. El (arbitraje) en el sentido original, consistía en sacar rápida ventaja de las diferencias de precio entre diferentes mercados, proceso que por supuesto tendía a hacer desaparecer dichas diferencias. En nuestros días las monedas europeas son sin embargo, cotizadas con respecto al dólar y se entiende por arbitraje únicamente las operaciones profesionales entre banco y no las operaciones solicitadas por los clientes.

2.3 Posiciones larga, <long> y corta, <short>

Un banco que actúa en negocios internacionales tiene que mantener suficientes saldos activos en las principales monedas para la gestión de los pagos internacionales. Por principio, las cuentas corrientes mantenidas con corresponsales extranjeros no deben ser sobregiradas, pero en el caso de que por corto tiempo y por casualidad aparezca un saldo deudor, tendremos que pagar el interés correspondiente. Los precitados saldos activos (<working balances>) son fondos de divisas y por esto mismo posiciones (long). Como quiera que estas divisas deben ser compradas con otra moneda - por ejemplo con nuestra propia moneda nacional - tenemos automáticamente una posición (short) por los respectivos importes en nuestra moneda nacional, es decir, que tenemos las correspondientes deudas en divisa. Las operaciones del mercado monetario pueden también traducirse en posiciones (short) y (long) diferentes de nuestros saldos. El departamento de divisas del banco tiene que vigilar constantemente sus posiciones en las diferentes monedas, lo cual se hace actualmente por medio de computadoras. La llamada (posición del cambista (dealer position) tiene que reflejar nuestra posición de riesgo en las diferentes monedas, prescindiendo de los vencimientos tiene que registrar no solo las transacciones al contado

(spot), sino también las operaciones a plazo y las posiciones de riesgo en divisas resultantes de las operaciones en el mercado monetario . (El termino <posición de riesgo>, o <risk position>, es usado con frecuencia para aclarar que se refiere a la posición global, es decir, incluyendo las posiciones a plazo (forward positions) y no solo la posición al contado (spot).

2.4 Posición del cambista frente a posición del banco

En principio la posición del cambista (risk position) refleja el riesgo global neto del banco en las diferentes monedas, sin embargo un banco puede tener diferentes monedas. Un banco puede tener ciertos fondos en divisas que no quiere que sean tomados en cuenta para las operaciones diarias, por consiguiente, dichos renglones serán excluidos de la (posición del cambista) (dealer position) que puede diferir de la posición global del banco.

2.5 Posición del cambista sobre la base del dólar

De lo comentado anteriormente resulta que la posición (long) en una determinada divisa tiene siempre su contrapartida en la correspondiente posición (short) en otra moneda. Si tenemos posiciones (long) y (short) en diferentes divisas, necesitamos un denominador común para medir nuestra posición de riesgo global. Normalmente este denominador común es nuestra propia moneda nacional.

Según observamos anteriormente todas las monedas son cotizadas en dólares en el negocio cambiario profesional, conviniendo

así mantener la posición de cambista (dealer position) sobre la base del dólar aunque este no sea la moneda básica de nuestro banco.

2.6 Factores que influyen en los tipos de cambio

En un régimen puro de flotamiento monetario, los tipos de cambio en conformidad con la teoría del poder adquisitivo deberían de reflejar siempre las diferencias de la inflación, las tasa elevadas de la inflación originadas por un incremento excesivo de la masa monetaria dan lugar a una baja del cambio de moneda hasta que se restablece el equilibrio (paridad del poder adquisitivo).

En periodos cortos de mayor importancia para el mercado de divisas, la balanza de mercancías y servicios de un país constituye un mejor indicador, sus renglones (bienes, servicios, rentas de capital y transferencias) son objeto de transacciones irreversibles. Así pues, la balanza de mercancías y servicios refleja de manera bastante fiel la capacidad competitiva a nivel internacional de la correspondiente economía nacional, un saldo positivo, es decir, si la afluencia de divisas provenientes de las exportaciones es superior a la salida de divisas originada por las importaciones, da lugar a una presión alcista de la moneda nacional. En caso de déficit, el efecto es de sentido contrario, la capacidad competitiva internacional y por ende la evolución de la balanza de mercancías y servicios de un país depende a su vez de múltiples factores.

En primer lugar la inflación . Las subsidiarias de los precios mayores que las registradas en el extranjero reducen la capacidad competitiva de un país tanto en su ámbito nacional como a nivel internacional. Ello repercutirá en cierto retraso en el comercio exterior del país, reduciendo las exportaciones e incrementando las

importaciones. También resultan efectos negativos, por ejemplo, de un crecimiento económico más pronunciado que en el extranjero.

Aumenta la demanda de bienes importados mientras que la demanda extranjera de los bienes exportados por el país, influida por la evolución coyuntural en el extranjero, no aumenta o por lo menos aumenta con menor rapidez. La balanza comercial se irá deteriorando.

La afluencia al país o la salida de moneda extranjera determinadas por la balanza de mercancías y servicios representan como es sabido, sólo una parte de la demanda y de la oferta reales de divisas en los mercados, a ellas se añaden las corrientes registradas por la balanza de capitales, el conjunto de ambas constituyen la llamada balanza de pagos. Los movimientos de capitales pueden acrecentar tendencias de la balanza de mercancías y servicios y también compensarlas. Con frecuencia llegan incluso a dominar la evolución del tipo de cambio durante semanas y meses. El grado de la atracción ejercitada en el capital extranjero depende del juicio que la economía global de un país inspira a los inversionistas potenciales.

Las variaciones de las balanzas de mercancías y servicios desempeñan un papel importante cuando se trata de evaluar la robustez intrínseca de una moneda. Una apreciación detallada de los factores que la sustentan permite sacar la conclusión de que si existen o no en el país posibilidades interesantes de inversión, los tipos de interés más altos que en los demás países pueden a este respecto ser de gran importancia. El capital tiene tendencia a afluir ahí donde el rédito es mayor, sin embargo en un sistema de tipos de cambio flexibles, el mercado no se orienta únicamente en función de los tipos nominales del interés sino que toma en consideración las variaciones del tipo de cambio durante el plazo de la inversión. Así pues, la decisión de invertir en moneda extranjera se basa en una consideración de rédito neto (tipo de interés menos devaluación

posible). A diferencia de las corrientes de la balanza de mercancías y servicios, las de la balanza de capitales son por su misma naturaleza reversible, así pues, en cualquier momento puede producirse de manera repentina y masiva un cambio de dirección de la corriente de capitales.

Por las causas apuntadas, los tipos de cambio pueden con frecuencia sobrepasar o quedar por debajo del nivel que, habida cuenta de las diferencias de inflación podría parecer adecuado a largo plazo, lo cual no significa que los tipos de cambio existentes no corresponden a las realidades económicas. Además de los factores económicos que ejercen una influencia decisiva en la evolución de la cotización de una moneda, ciertos factores no económicos pueden también revestir temporalmente una importancia apreciable :

Factores políticos y/o psicológicos pueden también influir en la evolución del tipo de cambio debido principalmente a que originan movimientos de capitales.

2.7 Conceptos de tipos de cambio

Tipos de cambio bilateral nominal

Los tipos de cambio bilaterales nominales proporcionan simplemente el precio de una moneda respecto de otra. A pesar de que los tipos de cambio bilaterales nominales son ampliamente utilizados, ofrecen información limitada: cuando sube el tipo de cambio peso/dólar decimos que el peso se devaluó frente al dólar y que el dólar se devaluó frente al peso. Sin embargo, los tipos de cambio bilaterales nominales no prevén información acerca de la fortaleza o debilidad relativa de la moneda o sobre la competitividad

internacional de los productos de un país. Los tipos de cambio efectivos que se calculan a partir de índices de precios y de tipos de cambio ponderados por comercio internacional y los tipos de cambio reales, que son tipos de cambio nominales ajustados por el índice general de precios interno y externo nos proporcionan dicha información.

Tipo de cambio efectivo

La mayoría de las monedas se cotizan con respecto al dólar, pero en realidad para un monto de monedas existen $n-1$ tipos de cambio, de ahí que el alza del tipo de cambio bilateral como el del peso/dólar no ofrezca toda la información necesaria. Un tipo de cambio efectivo mide el valor de una moneda con respecto al resto de las divisas del mercado, simultáneamente los tipos de cambio efectivos son índices, es decir, se computan a partir de una canasta ponderada de distintas monedas que se expresan como números relativos a un año base, el cual recibe el valor de 100.

Para calcular el tipo de cambio efectivo es indispensable decidir qué tipos de cambio incluir y cómo ponderarlos. La estimación más simple es el **índice ponderado por comercio bilateral**. Esta versión le otorga a las monedas extranjeras una ponderación en el índice conforme a la participación del país emisor de cada moneda en el comercio internacional de la nación, frente a cuya moneda se calcula el tipo de cambio efectivo.

Tipo de cambio real

Tipo de cambio real es el cual proporciona una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra, por lo tanto, este tipo de cambio se usa frecuentemente como indicador de la competitividad internacional de la moneda de un país y para juzgar el

grado de sobrevaluación o subvaluación de dicha moneda. En términos formales, el tipo de cambio real T es igual al tipo de cambio nominal T , multiplicado por la razón del índice de precios extranjeros con respecto al nacional, P^* y P respectivamente:

$$Tr = \frac{T \cdot P^*}{P}$$

En base a esta fórmula se puede calcular el tipo de cambio real del peso/dólar, usando los precios al consumidor en México y el correspondiente a los Estados Unidos tomando como año base 1970. **El tipo de cambio efectivo real o tipo de cambio multilateral real** sigue la misma fórmula que el tipo de cambio real bilateral, sólo que utiliza como precios en el exterior un índice construido con una canasta de índices de precios extranjeros, en vez de limitarse a los precios estadounidenses para dividirse entre el índice de precios de México. Por lo tanto, este último índice ofrece una medida de la competitividad total de los bienes mexicanos en el mercado mundial. La estimación del tipo de cambio efectivo que publica el Banco de México cuando se calcula como tipo de cambio real, proporciona un índice del poder de compra.

El enfoque monetario del tipo de cambio y la teoría del portafolio balanceado

A diferencia de la relación de paridad del poder de compra que mantiene un tipo de cambio bilateral nominal, es el precio relativo de una canasta de bienes y servicios de dos países, el enfoque monetario del tipo de cambio, el enfoque del portafolio balanceado y el enfoque monetario de la balanza de pagos mantiene que el tipo de cambio es el precio relativo de dos activos, que bien pueden ser dos

divisas diferentes. Por lo tanto, de acuerdo con estas teorías un tipo de cambio de equilibrio es el precio al cual el acervo de cada divisa que esta en circulación se mantienen voluntariamente por el publico, sea este del país o del extranjero. El factor que determina qué teoría se aplica a cada situación es el régimen cambiario vigente.

El enfoque monetario del tipo de cambio parte de que el tipo de cambio es el precio relativo de dos activos y en particular, del monto de circulación de dos monedas. Por ejemplo, para el caso del tipo de cambio dólar por marco alemán, este es el precio relativo de ambas divisas. Lo importante es esclarecer cómo se determina el tipo de cambio de equilibrio: es aquél que en la cantidad en circulación de ambas divisas es mantenida voluntariamente por el público. Si éste no es el caso, los agentes económicos ofrecerán marcos en el mercado a cambio de dólares. Esto necesariamente tenderá a depreciar el marco frente al dólar hasta que el tipo de cambio dólares/marcos haya bajado lo suficiente para que la gente esté dispuesta a mantener voluntariamente el acervo de marcos en circulación. Esto a su vez coincide con el tipo de cambio que equilibra el mercado de dinero del dólar y del marco. A partir de este factor y con el supuesto de que la paridad de poder de compra se cumple, se procederá a derivar una expresión algebraica del tipo de cambio de equilibrio y los factores que determinan su cambio.

El equilibrio en el mercado de dinero. En esta instancia por dinero se entienden los billetes, monedas en circulación y los depósitos a la vista, esta definición corresponde al agregado monetario M1.

$$M^s = P \cdot M^d \quad (A)$$

donde

M^s = oferta nominal de dinero.

M^d = demanda real de dinero, que normalmente está en función real y de la tasa de interés nominal.

P = índice general de precios.

En el país extranjero, el equilibrio en el mercado de dinero se puede representar como:

$$M^{s*} = P^* \cdot M^{d*} \quad (B)$$

donde

M^{s*} = oferta nominal de dinero de la divisa del país extranjero.

M^{d*} = demanda real por la divisa extranjera.

P^* = índice general de precios del país extranjero

Para determinar cuál es el tipo de cambio real de equilibrio de la moneda nacional con respecto a la divisa del país extranjero el cual lo definiremos como Tr , utilizamos la paridad de poder de compra:

$$Tr = \frac{T \cdot P^*}{P} \quad (C)$$

De las ecuaciones (A) y (B) podemos despejar P y $P^* \cdot T$, y sustituir las expresiones resultantes en (C), para obtener:

$$T = \frac{M^s \cdot M^d}{M^s \cdot M^d} \quad (D)$$

La expresión (D) se puede transformar a variaciones porcentuales para obtener:

$$T = (M^s \cdot M^d) + (M^s \cdot M^d) \quad (E)$$

Un () sobre cualquier variable representa la variación porcentual en la misma. Así M quiere decir la variación porcentual de la oferta de dinero nacional.

La expresión (E) nos indica de qué factores dependen las variaciones del tipo de cambio de equilibrio.

El enfoque de portafolio balanceado no es más que una extensión del enfoque monetario del tipo de cambio, en particular, este enfoque no sólo supone que el tipo de cambio de equilibrio es aquel en el cual la cantidad de las divisas en circulación se mantiene voluntariamente, sino que depende de que también se mantenga voluntariamente la cantidad de obligaciones emitida en las diferentes divisas.

Las cotizaciones de las monedas se forman en todos los mercados cambiarios; tales mercados son libres, estables o controlados. En cada mercado de cambios existe un precio para cada moneda de cada país y estos precios pueden variar en los diferentes mercados del mundo. Por tanto, habrá arbitraje si son varios los mercados cambiarios.

Para que exista un buen arbitraje de cambios extranjeros, debe haber buena comunicación y libre convertibilidad monetaria.

Tal arbitraje está conformado por una serie de mecanismos que tiene la función de igualar los tipos de cambio de las distintas monedas en los diferentes mercados cambiarios, con el fin de unificar todos los mercados en uno solo en sentido económico.

El tipo de cambio de cualquier divisa es igual en todos los mercados cambiarios por el arbitraje, que es una compra-venta simultánea de una moneda en distintos mercados cambiarios, y el arbitraje crea un mercado único en el mundo, en donde existe un tipo de cambio para cada moneda.

Cuando en un país hay tipos de cambios libremente fluctuantes, los tipos de cambios adquieren una sola cotización y para determinar la misma, influye la balanza de pagos de este país frente a otro. Si la balanza de pagos de un país se encuentra equilibrada frente a las balanzas de pagos de algunos países, esta a su vez se encontrará desequilibrada con respecto a las de otros países y en consecuencia, habrá un desequilibrio positivo o negativo. A pesar de estos desequilibrios de un país en relación con otro, los tipos de cambio tienden a conservarse dentro de una cotización común.

Conforme a lo expuesto, se darían diferentes tipos de cambio por los estados de las balanzas de pago de los países; pero no es así por las operaciones de arbitraje que tratan de evitar diferentes cotizaciones en los mercados cambiarios en relación con una moneda, nivelan los tipos de cambio alrededor de un punto más común. Con los arbitrajes y las funciones que realizan, todas las monedas tienden a nivelarse en los mercados de cambios en relación con una cotización o paridad común.

En este tipo de operaciones no hay demasiada especulación, por lo que el riesgo es mínimo pues el arbitraje conoce los precios de los mercados cambiarios y puede reducir su utilidad o eliminarla, pero no hasta el grado de que tenga una pérdida considerable.

Se dedican a esta actividad de arbitraje los agentes de cambios y son los bancos en primer lugar y las casas de cambio en segundo lugar, o bien aquellas personas que quieren recibir una ganancia adicional de carácter secundario en relación con sus

operaciones principales. Estas personas son los exportadores y los importadores.

Cuando varía la cotización del dólar norteamericano frente a otras divisas, los cambistas efectúan operaciones de arbitraje comprando divisas en el mercado (que es barato) y vendiéndolas en el mercado que ofrece un precio más alto que el pagado por esa moneda. En general, cuando hay diferencia en el tipo de cambio de una moneda respecto a un nivel común desviándose más allá de sus límites normales, los cambistas operan comprando la moneda en los lugares donde es barata, y vendiéndola en los sitios donde es cara para así nivelar la moneda en su cotización y que tienda hacia un punto más común.

El arbitraje tiene influencia sobre el tipo de cambio al contado al aumentar la oferta (venta) o demanda (compra) de divisas para que no se altere el tipo de cambio respecto a una paridad común.

2.8 Clases de arbitraje

A continuación se señalan las diferentes clases de arbitraje que existen:

1.- Arbitraje directo, de dos plazas, de dos puntos o bilateral.

- a) Arbitraje de compensación
- b) Arbitraje de diferencias

2.- Arbitraje indirecto, de tres plazas, de tres puntos o trilateral.

Arbitraje directo

Es aquel en donde intervienen dos plazas y dos monedas. En este arbitraje de dos puntos, el arbitraje encuentra una diferencia en la cotización de una moneda en dos mercados de cambios distintos; uno es el nacional y otro el extranjero, las monedas que intervienen son la nacional y la extranjera.

Las consecuencias de este tipo de operaciones de arbitraje de dos plazas y de tres o bien multilateral, es la anulación de las discrepancias en los tipos de cambios entre los diferentes mercados cambiarios.

Arbitraje de compensación

Es aquel que realizan las personas físicas y morales, deudoras o acreedoras, tratando de descubrir las formas más favorables de pago en moneda extranjera entre las diversas posibilidades que ofrece el mercado de cambios.

Al efectuar estas operaciones también se nivela el tipo de cambio; pero las personas que las celebran no son arbitranes.

Arbitraje de diferencias

Este es el que efectúan los arbitranes tratando de obtener ganancias con las variaciones de los tipos de cambio entre los mercados de cambios.

2.9 Operaciones cambiarias al contado

En el mercado de cambios se intercambian divisas por moneda nacional o moneda extranjera. En este mercado se negocia el intercambio a un tipo de cambio al contado (en inglés, spot), que es la cotización vigente al día en que se formaliza la operación, ya sea bancaria, comercial o de servicios.

Los contratos sobre divisas o moneda nacional con tipo de cambio al contado constituyen una función del mercado cambiario.

Los compradores y vendedores del mercado de cambios al contado son instituciones bancarias, casas de cambio y empresas de comercio exterior, generalmente las operaciones realizadas con este tipo de cambio operan con un plazo máximo de dos días.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, el tipo de cambio al contado es el precio a cotización que se paga para obtener moneda extranjera en moneda nacional en el tiempo presente; esta operación finaliza uno o dos días después del día en que el tipo "spot" estuvo vigente, haciéndose entonces necesaria la entrega inmediata de divisas o moneda nacional.

El mercado de cambios entendido como balanza de pagos, se nivela en el momento en que las compras son iguales a las ventas.

En el momento en que la demanda de divisas rebasa la oferta de éstas, la balanza de pagos presenta un déficit de divisas, consecuentemente la moneda nacional se encontrará supervalorada mientras que la divisa será subvaluada.

Cuando la oferta excede a la demanda de divisas, la balanza de pagos dá como resultado un superávit de divisas y en consecuencia la moneda nacional se subvalúa mientras que las divisas se supervaloran.

Las operaciones cambiarias al contado se efectúan generalmente por los siguientes motivos:

Cuando las empresas observan una inestabilidad política en el país, intercambian moneda nacional por la moneda de un país reconocido como estable en el terreno político, adoptando de esta manera una medida de protección contra situaciones desfavorables que repercutan en la economía de la empresa.

Como medio de especulación realizan operaciones de intercambio en el momento en que resienten una revaluación o devaluación de la moneda ya sea nacional o extranjera; todo esta con el fin de obtener ganancias.

Estas operaciones de intercambio también se pueden realizar en el momento en que las tasas de interés en el mercado de dinero y

capitales del extranjero son más rentables en comparación con las que ofrece el país.

Lo anterior es consecuencia de las tendencias que siguen los tipos de cambio, los cuales dependen de la situación económica del país y de la oferta y la demanda.

Cada país establece sus tipos de cambio al contado con mecanismos estables, fluctuantes o controlados y por medio de estos tipos de cambio las monedas de cada país se encuentran conectadas.

Si hay información en la empresa sobre los movimientos del mercado cambiario y se dice que aumentó la demanda pero no así la oferta de divisas, se dará un deslizamiento en el tipo de cambio a la baja, porque la divisa al tener mucha demanda incrementa su valor y la moneda nacional se devalúa. Se da esta situación en el mercado cuando no existen intervenciones del Gobierno, siendo así el tipo de cambio de hoy fluctuará día con día.

En este caso, bajo el supuesto de que la empresa posee información sobre este mercado y si posee la divisa que se demanda, puede ofrecerla en el mismo y obtener una ganancia que es de la diferencia entre el tipo de cambio al cual compró y el tipo de cambio al cual vendió.

Si la demanda supera la oferta y ésta permanece sin variación pero las autoridades monetarias intervienen en el mercado, existe el tipo de cambio estable. Para que la oferta y la demanda se nivelen, ofrece ese déficit de divisas en el mercado, y esta situación no otorga ventajas a la empresa para obtener ganancias. Obtienen ventaja las empresas importadoras, en virtud de que no varía el tipo de cambio en

forma exagerada como el tipo de cambio fluctuante, así la empresa proyecta su costo de adquisición de bienes y/o servicios con un grado relativo de certidumbre.

Cuando el tipo de cambio de contado es controlado por el Banco central o la autoridad monetaria del país, ésta es la que determina la cotización para cada divisa, así se origina que las empresas que negocian en el exterior sean objeto de control en sus divisas por parte de la autoridad.

Los tipos de cambio al día de hoy pueden presentar un premio o descuento.

Hay premio cuando una unidad de moneda nacional compra muchas unidades de moneda extranjera.

En el mercado cambiario mexicano el tipo de cambio al contado no es determinado por las fuerzas de la oferta y la demanda en forma integral, sino que éste sigue un desliz controlado por el Banco de México.

El peso mexicano adquiere su valor en relación al dólar norteamericano y las reservas internacionales de divisas de México están expresadas en gran parte en esta moneda.

2.10 Tasa de Interés spot y a futuro

La tasa de interés spot o corriente para cierto plazo, por ejemplo anual o a n-años, es la tasa de interés que se le pagaría a una inversión que se realice al plazo respectivo, esto es, una tasa spot a 1 año es la tasa de interés que ganaría una inversión realizada a un año, una tasa spot a 3 años es la tasa de interés que se pagaría a una inversión realizada para ese período y así para cada periodo que se quiera considerar. Lo importante que se debe notar es que esa "inversión" que se está considerando es una inversión que solamente realiza pagos finales, es decir, que al final del plazo que se considere se pagan intereses y principal sin que existan pagos intermedios de ninguna índole como podrían ser pagos de cupones.

De esta forma podemos hablar de la tasa forward a un año dentro de dos años, por ejemplo, con esto nos estaríamos refiriendo a la tasa spot anual que posiblemente podrá existir dentro de dos años y es la tasa forward implícita entre la tasa spot de dos y tres años. Para ilustrar cómo se realiza el cálculo de estas tasas definamos la siguiente notación:

$R_{1,2}$: tasa forward implícita entre el periodo 1 y 2 (v. gr. entre 90 y 180 días)

$R_{0,1}$: tasa spot a un periodo (v.gr. a 90 días) a la que se negocia un instrumento de deuda.

$R_{0,2}$: tasa de interés spot para el periodo de 0 a 2 (v. gr. 180 días)

EJEMPLO

Para que sea aún más claro, consideremos un ejemplo con datos obtenidos de la curva de rendimiento intertemporal para Cetes, publicada por la Bolsa Mexicana de Valores el 20 de febrero de 1995 en su boletín bursátil. De ahí observamos que las tasas spot a 90 días es de 34.78 % y a 180 días es de 32.17%. Con estas observaciones nos podríamos preguntar ¿cual es la tasa forward de 90 días que existe entre los 90 y los 180 días de los cuales conocemos su respectiva tasa spot? Con esta información deducimos que:

$$R_{0,1} = \text{tasa spot a 90 días} = 34.78 (90 / 360) = 8.695$$

$$R_{0,2} = \text{tasa spot a 180 días} = 32.17 (180 / 360) = 16.085$$

Por lo que la tasa forward a 90 días implícita entre las tasas spot observadas a 90 y 180 días es la siguiente:

$$R_{f\ 90,180} = \frac{(1 + R_{180})^2}{(1 + R_{90})^2} - 1 = \frac{(1 + 0.16085)^2}{1.08695} - 1 = 0.2398$$

Esto significa que la tasa forward a 90 días que existe implícitamente en la curva de rendimiento intertemporal entre la tasa spot a 90 y 180 días observada actualmente es de 23.98%.

Es precisamente esta tasa implícita la que utilizaremos para realizar la valuación de los futuros sobre tasa de interés.

Excepcionalmente se pueden concluir transacciones de cambio al contado, fijando como fecha valor la del día laborable que sigue al de la operación (o incluso la del mismo día). Dichas transacciones no se efectuarán a los tipos de cotización de las

operaciones al contado, sino a tipos ligeramente diferentes que dependerán de los tipos del interés para las monedas implicadas.

2.11 Riesgos inherentes a las operaciones de cambio al contado

Las operaciones al contado se ejecutan dos días laborables después de concluirse la transacción, ambos pagos deben efectuarse simultáneamente. Si hemos comparado DM con francos suizos, pagamos el importe en francos suizos y habríamos de recibir el mismo día, de la otra parte, el correspondiente importe en DM.

A primera vista la simultaneidad de ambas operaciones parece excluir todo riesgo, no obstante, debido a las particularidades técnicas propias del sistema del clearing en la mayoría de los países, sólo se sabe un día después si el pago esperado se ha efectuado o no. Al efectuar nosotros nuestro pago, no sabemos todavía si la otra parte repetirá sus compromisos, esto significa que asumimos el riesgo del crédito (delcrédere).

Con objeto de mantener este riesgo dentro de límites soportables, sólo efectuaremos operaciones de alguna importancia con establecimientos de primer orden (bancos o firmas).

En casos excepcionales, podemos cubrirnos estipulando que no abonaremos nuestro pago hasta que la otra parte haya efectuado el suyo. No obstante, por razones administrativas evidentes este procedimiento debe ser excepcional.

Si una compañía o un individuo compra moneda extranjera (por ejemplo dólares EUA contra marcos alemanes) y paga marcos al contado (dos días más tarde es lo habitual en el mercado de divisas) contra los dólares que recibe, la transacción es descrita como spot. Por el contrario, si las dos partes acuerdan no intercambiar los dólares por marcos hasta una fecha posterior, por ejemplo dentro de seis meses, la transacción es descrita con forward o "a plazo"

Las transacciones en las que existe la posibilidad de ganar dinero sin tomar riesgo aprovechando contradicciones entre distintos precios y variables observables en el mercado reciben el nombre de arbitraje. Las oportunidades de arbitraje pueden surgir como en el caso anterior debido a diferencias entre mercados sobre distintos instrumentos (depósitos, spot, y forward) o también debido a circunstancias geográficas como por ejemplo, una acción que cotice en dos bolsas de valores distinta a dos precios distintos, o dos mercados distintos para una misma prima, donde la diferencia de precios se debe a los costos de transporte, también es posible identificar arbitrajes basados en el valor implícito de otras variables financieras más esotéricas, por ejemplo la volatilidad de los precios.

MERCADO DE CAMBIOS A FUTURO ((F O R W A R D))

3.1 Historia y funcionamiento del mercado de cambios a futuro

Los futuros financieros lanzados por la Chicago Mercantile Exchange en 1972, originaron los primeros instrumentos de manejo de riesgo sobre una base amplia y dieron comienzo a la era de los futuros financieros, esta innovación señaló el camino de gran parte de la que ha ocurrido posteriormente en los mercados de capital mundiales. Estableció la necesidad de nuevas herramientas para el manejo de riesgo que respondieran a la administración del dinero institucional e indujo la introducción del manejo de riesgo como un régimen. A partir de entonces, las fuerzas evolutivas de las finanzas, los mercados internacionales y la economía mundial, transformaron estas herramientas relativamente formativas al tipo actual de derivados complejos los contratos sencillos de futuros divisas extranjeras, de eurodólares y de bancos, evolucionaron en los complejos swaps y swaptions, strups y straps y en callars y floors.

La incertidumbre sobre el comportamiento de los precios en un mercado constituye el principal elemento determinante de la existencia de los mercados de futuros.

La pérdidas y ganancias que obtiene cada una de las partes participantes en el mercado se van realizando diariamente, de acuerdo con los movimientos del precio del valor subyacente y por ende, del precio del futuro. De acuerdo a los flujos que se generan, las operaciones con futuros resultan en un juego de suma cero, en el sentido de que lo que pierde un participante lo gana el otro, esto es, la suma de pérdidas y ganancias es igual a cero.

El patrón de ganancias y pérdidas de una posición larga, es decir, una posición de compra, en ella se observa que al agente que mantiene una posición larga acumula las ganancias conforme el precio del valor subyacente sube, ya que el pactó comprar el activo a un determinado precio y en el mercado (también conocido como mercado spot, es decir el mercado donde se realiza la compra y venta del valor en cuestión) dicho subyacente es cada vez más caro, con lo que su posición en el futuro se va valorando. Al vencimiento del contrato, sus ganancias serán la diferencia entre el precio existente en el mercado menos el precio pactado en el futuro.

Evidentemente si el precio del valor subyacente baja en el mercado spot, el inversionista con una posición larga, estaría acumulando pérdidas debido a que su posición está perdiendo valor.

Para el agente que mantiene una posición corta, es decir de venta, su patrón de ganancias es el contrario al de la posición larga, es decir, conforme el precio del subyacente sube, el valor de la posición corta se reduce, lo que se convierte en pérdidas para el inversionista. Por el contrario, si es el precio del valor subyacente baja, la posición corta se revalúa ya que el inversionista va a vender el activo a un precio que el que se observa en el mercado.

Las operaciones de negociación se llevan a cabo dentro de una bolsa organizada y regulada por las autoridades competentes. En la mayoría de las bolsas el mercado se organiza en secciones especializadas en determinados contratos conocidas como "pozos". En estas secciones se negocian uno o varios contratos, cuando el mercado en cuestión cuenta con un sistema de negociaciones de viva voz. Con este sistema los agentes intermediarios "gritan" su postura, mencionando precio y la cantidad de contratos que están dispuestos a comprar o vender. Cuando existe otro agente con el mismo precio, pero con postura diferente, éste último le contesta que toma la postura que ha "cantado" y la transacción queda cerrada.

Si se trata de un mercado electrónico, los agentes participantes desde sus unidades remotas, envían sus órdenes al

sistema central de negociación del mercado, cuando coinciden dos posturas iguales en precio, se realiza la transacción.

Cualquiera que sea el sistema de negociación con que cuente el mercado, es decir, de viva voz, electrónico o mixto, una vez realizada la transacción, éstas pasan a la Cámara de Compensación, la cual como ya se señaló, pasa a ser la contraparte de cada una de las posiciones y la responsable de que se cumplan los compromisos que se contraen con la operación de estos instrumentos.

Las Casas de Bolsa son las que acuden al mercado con su respectiva posición, en él, pactan el volumen y el precio y posteriormente, es la Cámara de Compensación la que se encarga de valuar la posición de cada una de las contrapartes, así como la encargada de llevar a acabo la compensación y administración de los recursos constituidos como margen.

3.2 La base

Un concepto muy importante en el mercado de futuros es La Base, también conocida como el "Eslabón entre los precios spot y futuro". La Base, se define como la diferencia entre el precio spot o precio en efectivo y el precio a futuro, concretamente la Base se define como:

$$\text{Base}_{t,T} = \text{Precio Spott} - \text{Precio Futuro}_{t,T}$$

$$\text{Base}_{t,T} = S_t - F_{t,T}$$

Si la base de manera como la definimos es negativa, vamos a decir que los precios están completamente descritos por una relación determinada solamente por los costos de acarreo y esta condición es comúnmente conocida como cotango. Por el contrario, si la Base es positiva, lo que significa que el precio spot es mayor al precio futuro, el mercado se dice que se encuentra Backwardation y en esta situación se dice que el precio futuro está determinado por los costos de acarreo más otros factores diferentes como pueden ser expectativas, exceso de oferta de ventas a futuro, etc.

Los dos términos Backwardation y cotango, pueden ser utilizados para describir la senda de evolución de los precios a futuro, desde los contratos más próximos a vencimientos hasta los más alejados. Un mercado que se encuentra en una situación de cotango es caracterizado por presentar un crecimiento progresivo en los precios a futuro, conforme más alejado de la fecha de vencimiento se encuentre el contrato, por otro lado, un mercado en situación de Backwardation se caracteriza porque los precios a futuro son progresivamente menores mientras mas alejados se encuentren los contratos de la fecha de su vencimiento.

3.3 Utilización de la base

Es importante evaluar si la Base se fortalece o se debilita, mientras más positiva (o menos negativa) sea la Base diremos que más se fortalece o mas fuerte es, en cambio, mientras más negativa (o mas pequeña en términos positivos) sea, se dice que la Base se debilita. Por ejemplo, un cambio en la Base de 10 puntos abajo, esto es el precio spot \$ 0.10 inferior al precio a futuro, a 5 puntos abajo (precio spot) \$.05 abajo del precio a futuro), se dice que la Base se ha

fortalecido aun a pesar de continúa siendo negativa. En otro caso supongamos que tenemos una Base positiva de 20 puntos (\$0.20) y ésta cambia a ser de 15 puntos arriba (\$ 0.15) se dice que la Base se debilita, aun a pesar de que continúa siendo positiva.

Supongamos, que algún inversionista realiza la siguiente transacción con el objeto de cubrir una posición que mantiene sobre un activo y esa transferir el riesgo precio y tomar solamente el riesgo de la Base. Las operaciones se resumen en el cuadro siguiente:

	Mercado Spot	Mercado de Futuros	Base
30-Dic	Precio del activo \$ 3.15	Vende futuro de junio a \$ 3.50	-0.35
25-Jun	Vende el activo en \$ 265	Compra futuro de junio a \$ 3.00	-0.35
	Cambio	\$ 0.50	0.00
	Precio spot al vender el activo	\$ 2.65	
	Ganancia en la posición con futuros	+\$ 0.50	
	Precio neto de venta	\$ 3.15	

El tipo de cambio a futuro (en ingles Forward), es una operación en virtud de la cual se celebra un contrato, en este se especifica la fecha futura en que se entregará moneda nacional ó extranjera. Este contrato puede pagarse en el momento presente o en lo futuro.

También llamados derivados OTC ("Over-the-Counter"; operados fuera de bolsa), son contratos hechos a la medida que se negocian de manera privada entre las partes que se comprometen a comprar o vender un producto o un activo en una fecha futura, determinada por un precio específico. Los términos del contrato "forward" no están estandarizados y se negocian para cumplir con las especificaciones determinadas en cada caso.

Los derivados OTC no están listados en las bolsas reguladas y por lo tanto, no los garantiza una Cámara de compensación de una bolsa, en consecuencia, están sujetos a riesgos de contraparte.

Los contratos de futuros se deben comprar o vender en bolsas de futuros constituidas. La bolsa estandariza los términos del contrato, el producto o activo subyacente, el monto del contrato, la fecha de liquidación final, el grado o calidad específicos y el mecanismo para su liquidación.

Es indispensable hacer una distinción entre los "forwards" y los "futuros" a fin de evitar futuras confusiones; para tal efecto es importante empezar por aclarar algunos conceptos básicos relacionadas con ambas partes, tales como:

Derivado: Los derivados "derivan" sus valores de los cambios en el valor de sus instrumentos subyacentes (Un índice de acciones de

capital, una tasa de interés, una divisa un producto o un valor accionario).

Un contrato de derivados operado en Bolsa o bien fuera de bolsa "Over-the-Counter u OTC", constituye un acuerdo entre dos contrapartes que requieren un desempeño, usualmente es implícito y se satisface mediante el pago en efectivo del valor acumulado en la fecha valor.

Los derivados operados en Bolsa - futuros, opciones sobre futuros, opciones sobre valores reales son contratos estandarizados; estos contratos son operados en bolsas reguladas utilizando el método de viva voz, similar a la subasta pública. El desempeño de los derivados operados en bolsa está regularizado por la cámara de compensación de la bolsa correspondiente; por lo tanto, no existe ningún riesgo de contraparte.

3.4 Cámara de compensación de bolsas

- "Mark-to-Market" diario: Los contratos de futuros se ajustan diariamente al precio de mercado, cualquier cambio que haya en el valor del contrato basado en el precio diario de liquidación, debe pagarse en efectivo y cobrarse antes de la apertura de operaciones del siguiente día de operaciones. Este pago de la variación de la cotización elimina los valores acumulados y ya que los valores acumulados representan riesgo, se eliminan.
- Cámara de compensación de las Bolsas: Se convierte en el "comprador" para todos los que venden, y en "vendedor" para todos los que compran, con lo que se elimina el riesgo de la contraparte.

Para los contratos de futuros, la cámara de compensación de bolsas se convierte en la contraparte de todos los tenedores de posiciones:

Pago de Valor Acumulado = pago sobre la variación del valor.

Tasa Actuales "Forward" = pago diario a "Mark-to-Market".

Capacidad de los tenedores = depósitos en garantía de posiciones para solventar pérdidas

La responsabilidad de la Cámara de Compensación es la de realizar diariamente(o con más frecuencia si es necesario), los pagos y cobros por variaciones en las cotizaciones y mantener niveles adecuados de depósitos en garantía; de no ser así, esto representaría un riesgo para la cámara de compensación.

Algunas de las principales distinciones que se pueden observar entre los futuros y los "forwards" radican en que los primeros representan riesgo de la cámara de compensación, estandarización del producto, transparencia en la fijación del precio, simplicidad, liquidez superior; existe un diferencial mínimo entre el precio de oferta sobre el de compra y tiene un valor actual a diferencia de los "forwards", que representan un riesgo crediticio de la contraparte, especialización del producto, capacidad en la fijación del precio, complejidad; la liquidez puede llegar a ser un problema, existente un diferencial más amplio entre el precio de oferta sobre el de compra y tiene un valor futuro.

Para llevar a cabo un contrato de futuros se requiere:

- Efectivo volátil (activo) o mercado primario.
- Mercado de efectivo líquido.
- Aprobación reguladora.
- Liquidación en efectivo a entrega física.

- A la liquidación final, los contratos de los futuros deben converger en el mercado subyacente que representan.
- Los futuros (en la liquidación final) deben igualar el precio "spot".
- Los procedimientos derivados para la liquidación en efectivo así como la entrega física, hacen que esto se lleve a cabo.

Una vez descrito el concepto de un futuro, se puede hacer mención de los tipos de futuros iniciando con los Futuros financieros; los cuales responden al riesgo y la exposición del mercado financiero.

Los mercados financieros están integrados por tres componentes de riesgo principales:

- Tipo de cambio de divisas.
- Tasas de interés.
- Riesgo del precio de las acciones del capital.

El desempeño implícito o real de los usuarios de coberturas de los futuros financieros:

- Prestan (ó solicitan préstamos) a la tasa de interés contratada (futuros sobre tasas de interés);
- Compran (venden) una divisa al tipo de cambio contratado de la divisa (precio de otra divisa);
- Adquieren (venden) una canasta de acciones al precio contratado.

Los usuarios de los mercados de futuros se encuentran divididos en dos bloques:

- **Usuarios de Coberturas:** Son aquellas personas que se autoprotegen de los movimientos en el precio de los productos subyacentes que están planeando, ya sea comprar o vender. Buscan minimizar y prevenir la incertidumbre en la exposición a las fluctuaciones en las tasa de interés, los tipos de cambios de las divisas, los precios de las acciones y los precios de productos o bienes.
- **Especuladores:** Son quienes usan los mercados de futuros para asumir el riesgo de mercados con el fin de obtener ganancias de la predicción correcta de la dirección que tomarán en el futuro los movimientos en las tasas de interés y los precios. Buscan aumentar su ingreso futuro (valor) aceptando el riesgo y la incertidumbre aumentados. Los especuladores añaden liquidez al mercado.

3.5 Tipos de coberturas

Cobertura larga:

- El comprador de un contrato, si inicia una posición de contrato, esta estableciendo una posición larga.
- El usuario de coberturas obtendrá una ganancia sobre el contrato si el precio "spot" es mayor que el precio del contrato ó la tasa de interés "spot" es menor que la tasa del contrato.
- La ganancia representa la capacidad para tomar posesión al precio menor del contrato y revender al precio "spot" mayor, o bien, prestar a la tasa de interés mayor del contrato y pedir prestado a la tasa "spot" menor.

Cobertura corta:

- Un vendedor de un contrato, al iniciar una posición de contrato, esta estableciendo una posición corta.
- El usuario de coberturas tendrá una ganancia sobre el contrato si el precio "spot" es menor que su precio de contrato o si la tasa de interés "spot" es mayor que la tasa de contrato.
- La ganancia representa la capacidad para tomar posesión al precio "spot" menor y vender al precio mayor del contrato, o bien, prestar a la tasa de interés "spot" mayor y pedir prestado a la tasa de interés menor del contrato.

Es importante también hacer mención de otros tipos de futuros, tales como los futuros de divisas; en los que la mayor parte de su actividad se deriva de las transacciones "spot" y de los "swaps" que se requieren para mantener la posición "spot" y donde los usuarios de coberturas son:

- Instituciones Financieras
- Corporaciones Multinacionales
- Importadores / Exportadores
- Inversionistas Internacionales

Futuros de tasas de interés

Estos contratos ofrecen protección contra los cambios en los niveles absolutos en las tasas de interés (cambios en las curvas de rendimiento) y contra los cambio en los rendimientos relativos (divergencias en las curvas de rendimiento). Los contratos de futuros

sobre tasas de interés representan el 52% de las operaciones de futuros a nivel mundial, con 40 contratos de futuros sobre tasas de interés que representan tasas de interés a largo, mediano y corto plazo.

Futuros sobre los índices bursátiles.

Los índices bursátiles miden el comportamiento global del mercado accionario, se utilizan como punto de referencia para medir el comportamiento o desempeño de los administradores de carteras e inversiones.

Los Índices Bursátiles se pueden construir de 3 formas:

- Ponderados por Capitalización (Ponderados por Valor): ponderar el precio de cada acción por el número de acciones en circulación. Este índice mide los cambios en el valor actual del mercado de las acciones en el índice.
- Índices Ponderados por precio (Precio Promedio ó Índice Ponderado por igual): Suma los precios actuales del mercado de todas las acciones en la canasta y los divide teóricamente por el número de acciones en el índice. Todas las acciones tienen el mismo impacto en el índice sin importar su valor de mercado.
- Rendimiento de Índices Ponderados por igual: Se utiliza para determinar el cambio en los rendimientos de las acciones, más no el cambio en los precios de las acciones.

Los usuarios de Futuros sobre Índices Bursátiles son:

- Fondos de Pensión
- Fondos de Fideicomiso
- Sociedades de Inversión

- Patrocinios - Universidades, Fideicomisos de beneficencia.

3.6 Aspectos que influyen en la determinación del tipo de cambio a futuro

Los tipos de cambio a futuro son determinados por la oferta y la demanda actuales de moneda nacional o extranjera en un tiempo futuro (contratos presentes sobre futuras transacciones de cambios), siendo los bancos los que unen estas fuerzas.

Los factores que influyen en la determinación de tipos de cambio futuro en relación al tipo de cambio al contado son:

- Cotización probable de la moneda a futuro
- Tasa de interés (Rendimiento obtenido si la operación se liquida al vencimiento)
- Comisión del intermediario

Los bancos son algunos de los principales proveedores de contratos a futuro; comprándoselos a exportadores y especuladores a la baja y vendiéndolos a importadores y especuladores a la alza.

Entendiéndose como especuladores a la baja, aquellas personas que tienen en su poder contratos a futuro con divisas y cuyo tipo de cambio ha disminuido ó esta por hacerlo y ya no producirá ganancias.

Los especuladores a la alza son personas que no tienen contratos a futuro en divisas y realizan su compra con la esperanza de que incremente su valor. Cuando la oferta y la demanda de los contratos a futuro son iguales, los bancos actúan en posición abierta, es decir, adquieren los contratos a futuro en una fecha determinada y

los venden a compradores pero las divisas son entregadas en fechas tardías.

Los bancos aceptan una posición descubierta cuando la oferta no iguala a la demanda y este hecho se toma en consideración en la adquisición o venta de contratos a futuro; siendo también de importancia las condiciones del mercado, el tipo de cambio y la posibilidad de devaluación ó revaluación de la moneda.

Esta posición descubierta dependerá del capital del banco y del grado de riesgo en el que se incurra para especular. Las instituciones bancarias también pueden tener posiciones a futuro largas o cortas. Las posiciones a futuro cortas se dan cuando el banco presenta un déficit de liquidez y la larga se da cuando presentan un exceso. Cuando el banco desea evitar un exceso de liquidez, ofrece contratos a futuro a otros banco que representan déficit; de esta manera, los bancos eliminan los riesgos cambiarios que se contraen al otorgar contratos de cobertura cambiaria a futuro y así el banco sigue obteniendo rendimientos.

Las empresas tienden a efectuar contratos a futuro si el tipo de cambio de la moneda está sujeta a fluctuaciones constantes, por esta razón, los mercados a plazo anulan las fluctuaciones cambiarias a las personas físicas y morales que operan en el comercio exterior.

Cuando se tienen mayores activos o depósitos bancarios en el extranjero en relación con las obligaciones contraídas en el exterior, se dice que las empresas presentan una posición larga, la cuál pueden utilizar para especular y de esta forma obtener ganancias. En consecuencia, cuando los activos extranjeros son iguales a los pasivos extranjeros, las empresas adoptan una posición corta o abierta; en el momento en que los pasivos exceden a los activos y la empresa (ahora en posición corta) se protege aceptando la especulación como medio para allegarse utilidades y obtener las divisas que le faltan através de su compra.

Generalmente las operaciones a futuro con fines especulativos se realizan cuando las personas que intervienen en ellas consideran que obtendrán ganancias tratando de evitar riesgos buscando mayor seguridad; la empresa vende divisas a futuro si piensa que el tipo de cambio bajara, y compra si estima que aumentará.

Las operaciones de cobertura cambiaria se efectúan con el aporte de un financiamiento cambiario, los compradores de divisas a futuro tienen que dejar un porcentaje del contrato al banco, y la diferencia la financia la institución. Cuando se venden, el vendedor recibe un anticipo y el resto se lo da al vencimiento del contrato. No todas las operaciones se encuentran cubiertas contra variaciones cambiarias; esto se da principalmente por los siguientes motivos:

- Ignorancia de la existencia a utilidad de este mercado.
- Estimación de invariabilidad del tipo de cambio; a consecuencia de lo cuál se produce la especulación.

La importancia de estas operaciones radica en que si una empresa exportadora, se le va a pagar en tres meses, para pagar corre el riesgo de que aumente el tipo de cambio, lo cual elevara su costo.

Cuando los compradores de cambio a futuro desean especular o evitar riesgos cambiarios, ejercen una demanda de divisas igual al de la oferta, con lo cual no se altera el tipo de cambio "forward". Los altistas y bajistas contrarrestan las fuerzas de sus ofertas y demandas y el tipo de cambio tiende a permanecer estable.

Cualquier movimiento que aumente o disminuya un rubro de la balanza de pagos sin un movimiento que lo compense, dará origen a una modificación automática del tipo de cambio; excepto cuando la autoridad monetaria intervenga en el mercado de cambios vendiendo ó comprando divisas para estabilizar el tipo de cambio.

Opciones sobre futuros

Las opciones proveen la misma exposición al mercado que las posiciones de futuros; esto es, pueden cubrir o especular sobre la dirección de mercado.

- **Resultados asimétricos:**

- Los tenedores de opciones largas tienen riesgo limitado, en consecuencia cuentan con un potencial de utilidades ilimitado.

- Componente agregado de volatilidad en "trading"; es decir, la volatilidad puede ir hacia arriba y hacia abajo, lo mismo que el precio; los operadores profesionales de opciones realmente negocian con la volatilidad mientras crean mercados para participantes de operaciones direccionales.
- Las bolsas de futuros ofrecen opciones sobre prácticamente todos los contratos de futuros . En los pisos de remate, las opciones se operan paralelamente con los futuros. La liquidez que es generada entre las opciones y los futuros subyacentes se debe a la multitud de estrategias que existen para manejar diferenciales que se derivan de la relación de las opciones con los subyacentes.

El uso de opciones aumenta la flexibilidad. Se pueden escoger entre un rango de diferentes niveles de protección y cobertura y niveles de costo para establecer una protección.

Mercado de opciones y futuro

Se divide en tres etapas:

1. Futuros sobre dólar, utilizando la infraestructura del actual mercado de deuda.
2. Futuros sobre índices de precios y cotizaciones de la BMV en el piso de Mercado de Capitales.
3. Opciones sobre acciones individuales e índices y futuros sobre tasas de interés.

3.7 Operaciones cambiarias a futuro

Las operaciones con tipos de cambio a futuro son parte del mercado cambiario y su función es relacionar la cotización de hoy con la cotización a futuro.

Estas operaciones no son causantes de los desequilibrios de la balanza de pagos, sino que es su estado el que origina las operaciones a futuro. Estas operaciones intervienen en la determinación de la cotización si son solicitadas, es decir, hay mayor demanda alteran el tipo de cambio.

Los tipos de cambio entre los países se encuentran muy relacionados con sus respectivas tasas de interés en los mercados de dinero o capitales. Si las tasas de interés en los dos países son iguales, pero si la tasa de interés es mayor en el país que en el extranjero, en el corto plazo el tipo de cambio futuro es superior al tipo de cambio hoy.

Cuando las tasas de interés son iguales en dos países y el tipo de cambio futuro se encuentra en una mínima parte por debajo del tipo de cambio hoy; las empresas con posición larga deberán cubrirse tomando prestado dinero en el mercado de dinero extranjero e invertirlo en el mercado de dinero nacional y con la compra de moneda nacional al contado para poder realizar dicha inversión. Con esto decrece la oferta de divisas a futuro y aumenta la oferta de divisas hoy; por lo tanto, el tipo de cambio futuro sube y el tipo de cambio de contado baja.

Las diferencias entre los tipos futuros reales y los pronósticos se dan por lo siguiente :

- Costo de la operación efectuada .
- Conocimiento imperfecto de las condiciones del mercado.
- Consideraciones sobre la solvencia de compradores y vendedores.
- Mercado de competencia imperfecta entre bancos y negociaciones.

LOS SWAPS

4.1 Desarrollo del mercado de swaps

El mercado de swaps como se le conoce actualmente, ha existido apenas desde 1981, aunque se pueden encontrar algunos ejemplos simples que se dieron a mediados de la década de 1970. Los primeros swaps fueron de divisas y se desarrollaron para superar algunos de los problemas y los complicados procedimientos de documentación asociados con los préstamos paralelos.

Un hito en el desarrollo del mercado de swaps realizados en 1981 entre I.B.M. y el Banco Mundial. El renombre internacional de las contrapartes ayudo a que estas operaciones se conocieran ampliamente y ganarán aceptación, todo lo cual condujo a una mayor actividad en el mercado.

El mercado de swaps de tasas de interés se desarrollo como un medio de arbitraje y para utilizar ventajas relativas de crédito, aprovechando los diferenciales entre el mercado de bonos y los mercados de crédito a corto plazo.

A principios de la década de 1980 los swaps se daban usualmente entre el banco y una compañía debido a que los banco encontraban que era relativamente más fácil obtener financiamiento a tasa fija, mientras que para las compañías era más fácil encontrar financiamiento con tasa flotante al tiempo que muchos tesoreros de compañías prefería, de hecho, obligaciones con tasa fija.

Originalmente fueron pocas las compañías y bancos que participaron en el mercado de swaps. Los bancos tenían un libro de swaps, lo llevaban con una base "ajustada", por lo que el papel del banco era de intermediario.

	Tasa Flotante	Tasa
Flotante		
CIA A		BANCO
CIA B.		
	Tasa Fija	Tasa
Fija		

El único riesgo del banco era el riesgo del crédito para ambas partes, para el banco esta era una forma de arbitraje, ya que efectivamente se compraban valores en el mercado y se vendían de manera simultánea en otro mercado, obteniendo con ello una utilidad

Como resultado en mercado de swaps, se movió más hacia el enfoque del libro no ajustado, los bancos aún no en su función de intermediarios, ingresaron a los swaps con distintos índices flotantes, distintas bases de tasa fija o diferentes fechas de reajuste. En vez de ajustar necesariamente y en forma inmediata comenzaron a actuar como contraparte llevando el swap a su propio almacén hasta que se pudiera asociar ese swap en una fecha posterior.

El mercado de swaps de tasa de interés en dólares fue el primero en desarrollar un mercado que se alejaba de los contratos ajustados; conforme desarrollaron técnicas de cobertura, los bancos estuvieron en posibilidades de participar en un swap con una contraparte y contar con una cobertura compensatoria en el mercado de bonos o de futuros hasta que se lograra encontrar un swap que se ajustara a las condiciones.

En la actualidad, existen diversos "formadores de mercado" en los swaps de tasa de interés en muchas divisas ampliamente utilizadas, aunque existe la tendencia de ajustar las transacciones con divisas de menos aceptación. El mercado de swaps en dólares americanos sigue siendo el más activo, pero en años recientes algunos swaps en monedas menos usuales han desempeñado un papel crecientemente importante.

Ventaja comparativa

El concepto económico de la ventaja comparativa se aplica para justificar la existencia de los swaps. En esta aplicación, ventaja comparativa consiste en esencia en que una compañía puede estar en posibilidades de obtener crédito a una tasa comparativamente menos con base en su posición crediticia que el que puede obtener. A través del mercado de swaps, las empresas están teóricamente en posibilidades de arbitrar el denominado diferencial por margen de calidad al que en el medio se le llama QSD siglas de Quality Spread Diferencial. Un QSD es la prima que un crédito más débil debe pagar con respecto un crédito más fuerte cuando se buscan fondos con la misma denominación y el mismo vencimiento.

Los proponentes de la ventaja comparativa argumentan que ésta ha propiciado un auge en el mercado de swaps genéricos (con tasa fija en comparación con tasa flotante). El argumento en que se basa la ventaja comparativa descansa en la suposición de que la prima por riesgo entre el crédito que se da entre un crédito bueno y un crédito malo es menos en un documento con tasa flotante que en un instrumento con tasa fija.

Para los usuarios finales corporativos, el mercado de swaps sirve como medio de administración de activos y pasivos. Los swaps

se pueden utilizar para cubrir un activo o para transformar un pasivo y resulta ser un instrumento útil para los tesoreros corporativos que desean distribuir sus riesgos entre deudas con tasa flotante y con tasa fija. La posibilidad de obtener una tasa fija de interés en una deuda con tasa flotante a través de un swap puede ser útil para las compañías que desean emitir deuda con tasa fija, pero que no tienen calificación de crédito suficiente para emitir deuda a largo plazo que sea efectiva en términos de costo. Los swaps de divisas son un instrumento útil para las compañías que desean financiar inversiones extranjeras o alterar la estructura financiera de acuerdo con horizontes siempre en movimiento de los tipos de cambio de moneda.

4.2 Concepto de swaps

El instrumento financiero conocido con el nombre de swap es una de las innovaciones creativas que han surgido en los mercados financieros internacionales. El mercado de los Swaps inició operaciones en los años sesenta y estos primero fueron swaps sobre monedas; más tarde, a principios de la década de los ochentas, continuo y se incremento la actividad del mercado con los swaps de tasas de interés entre otras modalidades.

Los swaps surgieron como un instrumento complementario a los préstamos paralelos ("parallel - loans") los cuales tuvieron un auge en la década de los setentas . En estos préstamos participan compañías ubicadas en diferentes países, los cuales intercambian préstamos en distintas monedas y tasas de interés, con periodos de pagos iguales y montos equivalentes (al compararlos en una misma moneda). Este mecanismo permite a una empresa obtener fondos en moneda extranjera a partir del excedente que tenga en su propia moneda . Sin embargo, existe el inconveniente de que al quedar registrado el préstamo en su balance general, se incrementa la razón de apalancamiento de dicha empresa.

Los swaps, cuya traducción al español significa canje, intercambio o conversión, surgen en un principio como una operación en que se intercambia un tipo de deuda por otro, es decir, como un "loan Swap" (canje de deuda por deuda), que se utilizaban primordialmente en el mercado interbancario por bancos cuyo interés era canjear un activo (en este caso deuda) por otro con el fin de reestructurar su portafolio de inversiones .

Un swaps en su definición más general es un acuerdo entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo en fechas específicas en un futuro, con base en cálculos previamente determinados, los cuales están relacionados a una variable (como podría ser una tasa de interés o un tipo de cambio) . Los flujos de efectivo que se van a intercambiar pueden estar denominados en la misma o diferentes monedas.

Conforme estas operaciones fueron cobrando importancia con el paso del tiempo, la denominación del swap se extendió a un gran número de operaciones, aunque en su acepción más completa, son considerados como un canje de deuda por activos reales o como "cualquier transacción en la cual la deuda externa de un gobierno denominada en una moneda fuerte , es usada directa o indirectamente para adquirir moneda domestica del país deudor, inversión en el país deudor , deuda de el país en desarrollo denominada en moneda local, o cualquier otro activo local " .

Visto de esta forma los swaps se podrían considerar como una herramienta de la que se vale la ingeniería financiera internacional para canjear diferentes tipos de activos y obligaciones.

La razón de ser de toda operación de swaps es la del arbitraje, el cuál permite a los participantes involucrados obtener algún beneficio por su participación. La ineficiencia de los mercados,

representada por los diferenciales de tasas de financiamientos, son explotadas mediante el arbitraje que se realiza con el uso de swaps.

Un swap se asemeja en varios sentidos a una cobertura con un contrato adelantado y también tiene semejanzas con uno de futuros. Sin embargo, las restricciones en cuanto a los plazos de estos últimos dos instrumentos pueden dificultar la cobertura eficiente de las exposiciones de una empresa de largo plazo, tanto de tasas de interés como de tipos de cambio. De esta forma los swaps surgen como una operación viable para lograr mejores coberturas ante esquemas que van más allá de los plazos establecidos por otros instrumentos de cobertura, ya que permiten la elaboración de contratos hechos a la medida, tanto en plazo como en monto.

En lo que se refiere a la estructura general de un swap, se requiere como mínimo tres participantes: dos entes económicos con una posición financiera opuesta y una institución financiera que surgirá como intermediaria entre las partes interesadas. La institución financiera participa en la operación con la finalidad de obtener una ganancia, la cual la realizará siempre y cuando no haya incumplimiento de ninguna de las dos partes.

En algunos casos, la institución no cuenta en el momento preciso con dos clientes que quieran tomar posiciones opuestas, bajo estas circunstancias, algunas instituciones tienen la facilidad de fungir como almacenes o depositarias de swaps. Así realizarán un swap con un solo participante; después obtienen una cobertura para ese riesgo que están absorbiendo mediante alguna otra operación financiera, hasta que logren encontrar al otro participante del swap.

Una institución financiera que pueda realizar esto debe monitoriar en forma continua la exposición de su portafolio ante diferentes tasas de interés y tipos de cambio para no tener en ningún momento una exposición que se le pueda afectar adversamente.

4.3 Estructura básica del swap

Todos los swaps están constituidos alrededor de una misma estructura básica. Dos agentes llamados contrapartes, acuerdan realizar pagos uno al otro sobre la base de algunas cantidades de activos subyacentes; por el momento tomaremos estos pagos como pagos de servicio. Los activos subyacentes pueden o no intercambiarse y se denominan nacionales o principales-con el fin de distinguirlos de los intercambios físicos en los mercados de dinero que se llaman reales o actuales.

El pago o flujo fijo no cambia a lo largo de la vigencia del swap, el pago flotante por otro lado, se fija periódicamente, esto es, se vincula a algún precio o tasa específica del mercado "spot" llamada tasa de referencia que se consulta en fechas específicas, llamadas fechas de recálculo. En forma alternativa, el flujo flotante se puede fijar en relación con algún promedio de relaciones periódica de la tasa de referencia. En caso común, la observación, se realiza sobre la tasa de referencia. La tasa flotante se fija entonces como función de esta observación y se aplica al periodo subsecuente de pago con el propósito de calcular el pago flotante. Las fechas actuales en las que los intercambios de pago suceden se llaman fechas de pago.

Resulta muy difícil arreglar un swap directamente entre dos usuarios finales. Una estructura más eficiente consiste en involucrar a un intermediario financiero que sirve como contraparte de dichos usuarios. Esta contraparte se denomina como agente de swap, formador de mercado o banco de swaps. Los términos se utilizan en forma intercambiada pero el término agente de swaps generalmente es el más común. El agente de swaps gana a partir del margen de pago y recibo que fija el cupón del swap, este margen también es conocido como margen de licitación.

Un swap por sí mismo generalmente no tendría mucho sentido, excepto si se destinara a la especulación en relación con los valores que adoptaran los valores o los precios en una fecha posterior. Pero los swaps no existen en forma aislada, se utilizan en conjunto con otras posiciones que se tengan en otros mercados, por ejemplo de dinero o con otras transacciones.

Existen tres transacciones básicas:

1. Obtener actuales del mercado de dinero.
2. Hacer (recibir) pagos actuales en el mercado de dinero.
3. Ofrecer actuales al mercado de dinero.

Mediante la combinación de diferentes transacciones en el mercado de dinero con un swap debidamente estructurado, podemos articular diferentes opciones.

Por otra parte, de acuerdo con la naturaleza de los swaps, los participantes en un swap de deuda por acciones son:

- a) El banco acreedor.
- b) El inversionista.
- c) El país deudor.
- d) Organismos oficiales.

Banco acreedor

La participación de los bancos acreedores dentro de este tipo de swaps es primordialmente como oferente de papel de deuda. Adicionalmente a esta función de proveedor de papel, cabría mencionar que los bancos acreedores participan como asesores y agentes de los inversionistas, en el proceso de negociación de los detalles de la operación con las autoridades del país deudor, en el cual se va a llevar a cabo la capitalización de la deuda.

Inversionistas

Otro participante de este mercado lo constituyen los inversionistas que buscan financiar proyectos de inversión mediante este tipo de swaps, aprovechando la ganancia de capital que se deriva de capitalizar la deuda adquirida a un descuento menor al del que fue adquirida.

La participación de estos inversionistas, en su mayoría corporaciones multinacionales, va a depender de varios factores como son:

- a) El descuento al que se cotizan los títulos de deuda en el mercado secundario.
- b) Los posibles beneficios fiscales que les otorguen los diferentes programas de conversión, tales como extensión en el pago de impuestos por un periodo determinado, etc.
- c) Las políticas vigentes sobre la repatriación de capital y pago de dividendos.
- d) Las oportunidades de proyectos de inversión que existan en estos países.

Estos cuatro factores van a influir de manera significativa en el horizonte de planeación que se formen los inversionistas.

4.4 Clasificación de las variedades de swaps

La variedad existente de swaps es algo sorprendente; dada la gran flexibilidad de este instrumento financiero, las pequeñas variaciones que se pueden ir logrando son las que generan un sinnúmero de formas distintas de swaps.

A continuación se dará una breve descripción de algunas de las modalidades existentes de este instrumento con base en la clasificación de R. Layard Liesching, posteriormente se profundizará en aquellos swaps que han tenido un mayor crecimiento y aplicación a nivel mundial.

1. Plain Vainilla ("Plain Vainilla".)

El contrato de swaps más básico es aquél en el que se pagan intereses en base a una tasa flotante (Libor a seis meses, por ejemplo) a cambio de recibir intereses a tasa fija, durante un plazo que puede ir desde dos hasta quince años. Los intereses a intercambiar se calculan teniendo como base un cierto capital, el cual fue previamente determinado. En la fecha de pago, la salida real de efectivo la efectuará la contraparte que haya obtenido un saldo a su cargo una vez que se realizó la comparación de los dos pagos; la cantidad que pagará será el diferencial.

2. Tasas flotantes alternas ("alternate floating rate").

La tasa utilizada como referencia, la tasa base, puede irse variando: se tiene un conjunto de opciones de donde se hace la

selección. El cambiar de una tasa a otra implica un costo, el cual se verá reflejado en los diferenciales de las tasas ofrecidas. El objetivo de esta versión de un swap es la de poder ajustarse lo más posible a la exposición a la que se enfrenta el participante. Entre las diferentes alternativas de tasa se tiene por ejemplo, la Libor a tres o seis meses, la tasa de los bonos del Tesoro (E:U.) o también las tasas del papel comercial a un determinado plazo.

3. Flotante contra flotante ("floating-floating swap").

En este swap, uno de los participantes efectuará su pago de intereses calculados sobre un determinado monto de capital de acuerdo a una tasa variable, mientras que la contraparte del swap pagará sus intereses teniendo como base alguna otra tasa variable, (p. e. Prime).

4. Swap con principal variable ("variable principle").

Estos contratos se realizan teniendo como base un monto variable del principal; están hechos " a la medida " para activos y/o pasivos específicos de los participantes. Dos de las modalidades conocidas dentro de este género de swaps son:

a) Swaps amortizables ("amortizing swap").- El activo y/o pasivo se está financiando con tasas variables, sobre una tasa que incluye amortizaciones periódicas de capital.

b) Swaps diferidos ("deferred swap").- El contrato de swaps se pacta el día de hoy con una determinada tasa de interés fija, la cual comenzará a tener efecto a partir de una cierta fecha futura. Por consiguiente, si se cree que las tasas se incrementarán en seis meses,

por ejemplo, lo que conviene es pactar hoy el swap para así obtener un beneficio.

5. Opciones sobre swaps ("options on swaps").

En la actualidad existe una gran variedad de opciones sobre swaps; en un medio de incertidumbre y de gran volatilidad las opciones se convierten en un instrumento de cobertura de gran utilidad aunado a las ventajas que ofrecen los swaps. Aquél que vende la opción sobre el swap, salvo que a su vez tenga una cobertura que lo proteja de la misma, deberá manejar dicha exposición durante toda la vida del swap. Esta modalidad también recibe el nombre de swaption.

6. Swaps de corto plazo ("short date swaps").

Son aquellos swaps en los cuales tanto la tasa variable como la fija tendrán una vigencia menor de dos años. Por lo tanto, una empresa puede encontrar atractiva esta modalidad ya que generalmente este tipo de swap es una alternativa de financiamiento más barata y con mayor flexibilidad.

7. Swaps sindicalizados ("syndicated swaps").

Cuando el swap a realizar es por un monto muy fuerte, es recomendable contratar un swap sindicalizado, de esta forma la institución financiera que funge como la intermediaria de la operación será la encargada de armar y organizar el swap, invitando a que participen en él otras instituciones. La operación del mismo estará en manos de la intermediaria original; el respaldo lo estarán dando todas las instituciones involucradas.

8. Swaps de alta tecnología ("hi-tech swaps").

Actualmente es muy común crear swaps "hechos a la medida", es decir, de acuerdo a las necesidades exactas de quien lo solicita, ya que la administración del riesgo financiero es cada vez más especializada. Debido a que se requiere de expertos que inviertan tiempo armando el paquete del swap e integrando diversas técnicas al mismo, el costo de la cobertura vía swaps de este tipo es alto, sin embargo, ofrecen flexibilidad y tienen un alto valor en la administración para el riesgo. Por las razones anteriores, solamente es costeable utilizar swaps "de alta tecnología" cuando el monto de la transacción es considerable, aunque siempre es necesario un análisis costo/beneficio antes de tomar la decisión de utilizar este swap.

9. Swap tradicional de monedas ("plain deal currency swap").

Este swap es un acuerdo para intercambiar la moneda A por aquél de B; este intercambio estará vigente por un determinado plazo. Durante la vida del swap, uno de los participantes de la operación efectuará periódicamente los pagos netos de intereses a la contraparte. Este pago neto de intereses lo hará el participante que tenga un saldo a su cargo una vez que se hayan comparado los montos de intereses de ambos préstamos. Al momento de pactar la operación, se establecen las tasas de interés fijas para cada uno de los capitales, las cuales estarán vigentes durante toda la vida del swap.

10. Swaps sin intercambio de principal ("without exchange of principle").

Si por alguna razón la deuda contraída está pendiente de pago, puede no efectuarse el intercambio de principal. Lo que puede

pactarse en casos como éste es sólo el intercambio de una moneda por otra en lo que se refiere a los pagos de interés.

11. Swaps amortizables ("amortizing swaps").

Esta modalidad de swaps es muy parecida al swap de monedas tradicional; la diferencia radica en que el monto del capital va disminuyendo a lo largo del tiempo en base a una tabla de amortizaciones periódicas del mismo. También esta variación es semejante a los swaps con principal variable.

12. Acuerdos fuera de mercado ("off-market deals").

Los tipos de cambio utilizados para efectuar las conversiones y fijarle un precio a un swap de monedas pueden estar fuera de los que marca el mercado; estos es, pueden no coincidir con el tipo de cambio spot o el forward.

13. Swaps de circo ("circus swaps").

Este swap corresponde a un acuerdo en el cual se intercambian pagos de interés a una tasa de interés fija en una cierta moneda por intereses a tasa variable en otra moneda. Como tal, es una combinación del swap "plain vainilla" y de un swap tradicional sobre monedas.

14. Swaps con colateral.

Debido al riesgo crediticio implícito en los swaps, algunas instituciones financieras requieren que se otorgue un colateral para el

swap. Así, se considera que se tiene una cierta garantía para el buen funcionamiento y desempeño de la operación.

15. Canje de deuda por deuda (loan swap).

En este tipo de operación, un banco acreedor con deuda de un país A, la canjea con otro banco por deuda del país B, ajustando la pérdida o ganancia generada por el canje de acuerdo con el diferencial de precio entre una y otra, los flujos de interés recibidos o por recibir, etc. Este tipo de operaciones se realizan principalmente con el objeto de reestructurar portafolios o de aprovechar el tratamiento fiscal que pueda tener la deuda de un país específico en otra plaza.

16. Canje de deuda por acciones (debt to equity swap).

Bajo esa modalidad el intercambio se realiza entre el banco acreedor y el gobierno del país al que corresponde la deuda, quien acepta ésta a cambio de recursos para realizar una inversión en su país.

17. Canje de deuda por bienes (debt to commodities swap).

Esta operación implica el canje de la deuda de una empresa (pública o privada) por productos que ésta produzca hasta que la venta de dichos productos cubra el importe de la deuda canjeada.

18. Canje de divisas (currency swap).

Este tipo de swap se refiere a el canje de una deuda denominada en una divisa por deuda denominada en otra divisa.

19. Canje de tasas de interés (interest rates swap).

Esta operación implica el canje de una deuda contratada a una tasa de interés fija, por una deuda contratada a una tasa de interés flotante o viceversa.

20. Canje de deuda vieja por deuda nueva (debt to debt).

En este caso se realiza un swap entre el banco acreedor y el gobierno del país deudor, donde el primero le da al segundo su deuda vieja a cambio de otra reestructurada con un nuevo plazo, diferentes garantías y diferente valor nominal.

21. Canje de deuda por un proyecto ecológico (debt to nature).

Bajo esta modalidad se encuentran las operaciones que tienen por objeto el financiar algún proyecto para preservar reservas ecológicas.

4.5 Tipos de swaps

Swaps sobre tasas de interés

El swap con la estructura más sencilla o aquella considerada como básica es el llamado swap de tasas de interés, este swap se define como un acuerdo entre dos partes para intercambiar durante un cierto periodo, pagos de interés a tasa fija calculados sobre un cierto capital por pagos de interés a una tasa variable estimados sobre el

mismo monto de capital, es decir, con este instrumento financiero, la parte X acordará pagarle a la parte Y flujos de efectivo iguales al interés que resulte de aplicar una tasa fija predeterminada sobre un cierto monto de capital. Al mismo tiempo, la parte Y se compromete a pagar a X flujos de efectivo iguales al interés que resulte de aplicar una tasa variable sobre el mismo monto del principal durante el mismo periodo.

En los swaps de tasa de interés los notacionales asumen la forma de cantidades de dinero y en consecuencia se llaman principales. En este tipo de swap, el principal al intercambiarse es idéntico en cantidad para ambas contrapartes e involucran la misma moneda. Dado que los pagos periódicos denominados en este caso como pagos de intereses también están dados en la misma moneda, entonces sólo el diferencial entre los intereses generados por la parte fija y la flotante es la que necesita ser intercambiada en las fechas de pago periódico.

Los swaps sobre tasas de interés tienen muchos usos y uno que es particularmente importante consiste en la reducción de los costos de financiamiento, para que un swap sobre tasas de interés sea viable como herramienta para reducir costos financieros. una parte debe tener acceso a fondos de tasas fijas comparativamente baratas, pero desea tener obligaciones en fondos a tasa flotante comparativamente barata y desea adquirir fondos a tasas fijas.

Por lo general, el mercado de renta fija es más caro y exigente que el mercado de renta variable, para aquellos participantes que muestran una sensibilidad mayor en su calidad crediticia. Por esto, a los de menor clasificación crediticia se les exige una prima mayor en deudas a tasas fijas que en aquéllas que están contratadas a tasas variables. Por lo tanto, las contrapartes en un swap de tasas de interés podrán obtener ganancias al acceder al mercado en el que tengan

mayor ventaja comparativa en cuanto a costo y después participar en este swap para convertir el costo de esos fondos, ya sea de tasas fijas a variables o viceversa.

Por ejemplo, supongamos que la parte A necesita financiamiento a diez años. La parte A tiene acceso a un financiamiento a tasa flotante comparativamente barata pero desea pagar en tasa fija. Suponga que la parte A puede pedir prestado a una tasa variable de LIBOR más 1/2% (50 puntos base a 6 meses), o a una tasa fija semestral de 11.50%. La parte B tiene acceso a un financiamiento comparativamente más barato a tasa fija, pero desea pagar en tasa flotante. Suponga que la parte B puede pedir prestado a una tasa semestral fija de 10.5% y a una tasa de LIBOR a seis meses.

El agente intermediario está listo para entrar al swap, ya sea pagando tasa fija (recibiendo tasa fija). En ambos casos, la tasa variable del agente es la tasa LIBOR. Si el agente paga tasa fija, pagará un cupón de swap de 10.70% semestral contra la tasa LIBOR a seis meses. Si el agente es un receptor de tasa fija, requiere un cupón de swap de 10.75% semestral en contra de LIBOR a seis meses.

El participante llamado contraparte A, entra al swap con el agente pagando la tasa fija y el participante llamado contraparte B, entra al swap con el agente recibiendo tasa fija. Dado que no hay intercambio de principales en estos swaps, hay todavía tres tipos de intercambio. La contraparte A paga la tasa LIBOR más 50 puntos base en una obligación dentro del mercado de dinero al que tiene acceso con ventajas y recibe la tasa LIBOR del agente. Los componentes de la tasa LIBOR de estos pagos están por tanto compensados. La otra obligación de la contraparte A está en pagar al agente el 10.75%.

Después de los ajustes debidos a las diversas convenciones de días contables y de valores que se emplean con base en los bonos y en las rentabilidades de los mercados de dinero, la contraparte A tiene un costo final de 11.257% semestral, dado que el préstamo directo a tasa fija en el mercado de dinero le hubiera costado a la contraparte A un 11.50% resulta claro que ésta se ha beneficiado en 24.3 puntos base al haber empleado el swap.

La contraparte B está pagando una tasa fija de 10.50% en el préstamo que ha realizado en su mercado de dinero y está recibiendo un 10.70% con el swap. Por lo tanto, la contraparte B está arriba en 20 puntos base. Adicionalmente, la contraparte B está pagando al agente de swaps la tasa LIBOR. Después de los ajustes por la diferencia entre las bases del mercado de dinero y las bases del mercado de bonos, el costo final de la deuda de la contraparte B es LIBOR menos 19.7 puntos base.

Mercado de swaps sobre tasas de interés

Es el mercado considerado como el más grande en cuanto al volumen manejado en lo que se refiere a este tipo de swaps en E. U. A.; sin embargo, dicho mercado no es el de mayor antigüedad. Los swaps de tasas de interés constituyen el sector más grande dentro de la totalidad del mercado de los swaps.

La actividad en el mercado de swaps sobre tasas de interés se divide en dos sectores: mercado primario y secundario. El primario puede a su vez separarse en dos : mercado financiero/bancario para fondeo y/o cobertura, y el mercado de obligaciones (valores).

El segmento secundario del mercado ha crecido rápidamente debido en parte a las fluctuaciones observadas en las tasas de interés; asimismo, el crecimiento del sector primario será mayor entre más sea el grado de liquidez existente dentro del mercado secundario.

El mercado primario es muy volátil en lo que respecta al precio; es por esto que sólo participan en él aquellas personas que tienen la experiencia suficiente. Para ellos, tanto el potencial de una ganancia como el riesgo son altos, pero administrable debido a la gran variedad existente de instrumentos de cobertura. Se establecen primas para asegurar el desempeño de los participantes y para que el manejo del riesgo se realice de una forma prudente y adecuada. Los participantes, los cuales son principalmente bancos, incluyen también a una serie de corredores e intermediarios que han ampliado sus actividades normales del mercado de dinero con los bancos para incluir así operaciones con este instrumento financiero.

El crecimiento del mercado secundario de estos swaps ha propiciado que disminuya el riesgo cuando se toma una posición de corto plazo en el mercado primario. De especial importancia para el desarrollo del mercado secundario ha sido el uso de los futuros financieros para crear la contraparte, es decir, el otro lado de la operación del swap sobre tasas de interés

Swaps sobre monedas

Existen diferentes variaciones sobre los swaps de monedas; la versión más sencilla dentro de estos swaps corresponde al acuerdo por medio del cual dos participantes intercambian pagos de capital e intereses a tasa fija de una determinada deuda en una cierta moneda por los pagos de capital y respectivos intereses a tasa fija sobre un préstamo aproximadamente igual al primero en otra moneda. Algunos autores identifican esta versión general de los swaps sobre monedas como un "fixed-rate currency swap". Para que este swap funcione adecuadamente, se requiere que el monto del principal esté

claramente especificado, es decir, cuantificado en cada una de las dos divisas. Se busca que los dos montos de capital elegidos sean casi iguales al compararlos en una misma moneda al momento de efectuar la operación.

La forma en que funciona un swap sobre monedas es equivalente a aquella del swap de tasas de interés, en este caso, cada participante convertirá su pasivo denominado en cierta moneda, en una deuda en alguna otra divisa. Por lo tanto, este instrumento da como resultado una transformación efectiva de una obligación contratada en una cierta divisa en un pasivo a tasa fija en otra moneda; es por ello que se considera un instrumento financiero eficiente para lograr una cobertura ante el riesgo cambiario.

El mecanismo de operación de los swaps sobre monedas se divide en tres etapas:

1. Intercambio inicial del capital.- Al inicio del swap, se intercambia el monto del capital pactado en el mismo a un tipo de cambio ya determinado; aunque es usual que éste sea el tipo de cambio spot, puede darse el caso en que se aplique el tipo de cambio forward. El determinar este capital es importante por dos razones: a) el cálculo de los correspondientes pagos de interés y b) el "re-intercambio" del capital al término del swap.

2. Intercambio de intereses.- El flujo de intercambio de los intereses será en base al capital ya determinado; el cálculo de los mismos se hará de acuerdo a una tasa de interés fija previamente acordada.

3. "Re-intercambio" del principal.- Al vencimiento del swap los participantes intercambian los montos de capital fijados al inicio del mismo.

4.6 Diversas formas de swap de divisas

Swap de divisas, fija a fija

La motivación para este tipo de swap es que cada una de las dos contrapartes tengan acceso a fondos baratos en países distintos. Cada una de las contrapartes puede obtener fondos en el país en el que tiene ventaja y participar en un swap mediante el cual se transforman los pagos a la divisa que prefieran.

Swap de divisas, flotante a fija

Es frecuente que algún banco que no basa sus operaciones en dólares americanos tiene activos con tasa flotante a mediano plazo, denominados en esa moneda. El banco necesita financiar estos activos con pasivos a tasa flotante, en dólares a mediano plazo. Sin embargo, sólo puede obtener crédito en forma económica con base en una tasa fija en su divisa nacional.

Swap de divisas con (base) flotante-flotante

Este tipo final de swaps de divisas se utiliza como alternativa al mercado de cambio de monedas. Su principal ventaja es que las contrapartes pueden obtener un compromiso a plazo que equivaldría a un contrato efectivo de cambio de moneda extranjera a futuro, de acuerdo con un periodo acordado.

Cobertura con swap de divisas

Cubrir los riesgos de la tasa de interés para divisas puede ser una maniobra costosa y difícil debido a la falta de liquidez o a la ineficiencia de un mercado específico. Con el objeto de cubrir un swap de divisas, el agente de swap debe contemplar al swap desde el punto de vista de un mercado de efectivo.

Mercado de swaps sobre divisas (monedas)

El mercado de swaps sobre divisas es el que tiene un mayor número de años de existir y es el considerado como el más creativo de todos. Dentro de este mercado no se hace distinción entre las diferentes variaciones existentes derivadas del swap tradicional sobre monedas, ya que el punto de partida para todas las modalidades es el mismo.

La actividad dentro de este mercado puede clasificarse en los dos mismos sectores considerados anteriormente para el mercado de swaps de tasas de interés: mercado primario y secundario.

El sector primario es impulsado por dos fuerzas principales; estas fuerzas son el "dinero nuevo" y la cobertura. "Dinero nuevo" significa la posibilidad de obtener financiamiento en una determinada moneda y a un mejor costo a través del intercambio que se logra mediante un swap.

4.7 Perspectivas del mercado de swaps en México

Los orígenes del programa de conversión en México se encuentran en el año de 1986, cuando se autoriza por vez primera una operación de este tipo, aunque ya la cláusula 5.11 del Convenio de Reestructuración de la Deuda Pública de agosto de 1985, abría las puertas a la posibilidad de que un inversionista extranjero adquiriera deuda para canjearla posteriormente por acciones de empresas públicas o privadas .

Aunque este mecanismo de canje permite al gobierno internalizar parte del descuento al que se cotiza la deuda en el mercado secundario, el enfoque de un programa mexicano vigente hasta 1989 era primordialmente el promover la inversión extranjera y la actitud del gobierno mexicano era la de favorecer a aquellos proyectos llevados a cabo por empresas multinacionales, que promovieran la captación de divisas por la explotación de sus productos, así como la introducción de tecnología de punta en sus procesos y que no desplazaran a empresas mexicanas.

De esta forma, industrias que cubrían esos requisitos aprovecharon las facilidades que les otorgaban este esquema realizando swaps para ampliar sus plantas.

Otros sectores que se vieron beneficiados con esta política de el gobierno fueron los siguientes:

- a) Turismo. En este rubro destaca el hecho de que algunos de los hoteles más recientes como el Club Med de Bahías de Huatulco, el Hotel Nikko de la Cd. de México y otros , han sido financiados mediante swaps; además de que al suspenderse el programa de 1988,

esta fue la única rama de la economía en la que siguieron realizándose los swaps .

b) Maquiladoras. Por su situación estratégica (puertos a los que dos océanos y una extensa frontera con el mercado más grande del mundo) y el bajo costo de su mano de obra, México se ha convertido en un lugar atractivo para el establecimiento de plantas maquiladoras, las cuales constituyen un mercado potencial para el canje de deuda por acciones.

c) Sector Público. Con los programas de desincorporación de empresas públicas o paraestatales, este sector ha resultado muy dinámico ya que han llevado a cabo un esfuerzo en el adelgazamiento del sector público con respecto al que tenían en años anteriores, con lo que se habrá la puerta para muchas oportunidades de adquisición de empresas públicas mediante swaps.

d) Sector Privado. En este sector las oportunidades han sido muchas, provenientes de la reestructuración de pasivos de empresas que han aprovechado los swaps como medio para llevar a cabo estas capitalizaciones y reestructuraciones, o para realizar prepagos de compromisos adquiridos con bancos o con el fideicomiso de cobertura de riesgos cambiarios (FICORCA).

Para llevar a cabo un swap en México, un inversionista que quisiera financiar un proyecto de inversión compraba deuda con el Gobierno Mexicano (ums debt) a descuento y posteriormente la presentaba al gobierno para que se le canjeara por inversión en el país.

Para realizar la operación, una vez que el inversionista adquiría la deuda, requería de un banco que lo asesorará y que actuara como se agente en las negociaciones con el Gobierno Mexicano. En México los principales bancos encargados de llevar

este tipo de negociaciones son: Banco Nacional de México (Banamex) S.N.C; Bancomer S.N.C; y Banca Serfin quienes actúan en coordinación con instituciones financieras del exterior.

Ya que seleccionaba al banco agente, el inversionista necesitaba presentar a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), una solicitud con toda la información y un análisis del proyecto que deseaba financiar. Posteriormente la SHCP, en coordinación con la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras (CNIE), analizaba la solicitud para determinar si procedía o no la capitalización, así como la tasa de descuento que se le iba a aplicar a dicha deuda de acuerdo con la tabla que se encontraba vigente en ese momento.

Dentro de los proyectos de inversión, la categoría más utilizada en ese esquema era la que por contener aquellos proyectos cuyos objetivos fueran el desarrollo de industrias, expansión y creación de nuevas plantas en polos de desarrollo etc.

Para este efecto, las acciones de las empresas adquiridas por este conducto, debían contar con una serie de requisitos para ser consideradas por la SHCP como capital calificado para invertir, que eran las siguientes:

- Ser nominativas
- No ser transferibles a entidades mexicanas antes del primero de enero de 1998, debiendo constar esta restricción en los títulos.
- No ser remitidas en condiciones más favorables que las que existían cuando la deuda era pública, es decir, en un plazo menor o en condiciones de ventaja sobre el capital de la empresa existente antes de la capitalización.

- No ser utilizadas para garantizar el pago de dividendos que no correspondieran a las utilidades y a los ingresos de la empresa.
- No ser redimidas en otro tipo de instrumento de inversión previamente autorizados.

El inversionista a su vez debe presentar la siguiente documentación:

- El acuerdo de compra de la deuda entre el banco acreedor y el inversionista.
- El finiquito de la operación firmado por el tenedor de la deuda, el inversionista, el beneficiario y el emisor.

Una vez que la SHCP aprobaba el proyecto, emitía un oficio de conformidad que incluía:

- Monto nominal a canjear
- El plazo al que se encontraba contactada esta deuda
- La procedencia de la deuda
- La tasa de descuento a la que se realizaba el swap.

Derivado de este oficio se firmaba un convenio entre los involucrados en la operación de canje y eran:

- a) El banco acreedor.

- b) El inversionista extranjero, su filial o subsidiaria mexicana.
- c) El emisor o en caso del gobierno federal, la SHCP.

Inmediatamente después de la firma de este convenio, se estipulaban los medios por los cuales se iba a liquidar la operación. En el caso de que el deudor fuera el Gobierno Federal, esta liquidación se daba a través de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), que son instrumentos de deuda pública doméstica del Gobierno Federal, aunque esta liquidación podía darse en otros instrumentos como los Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES) u otros que eran depositados en la Tesorería de la Federación a nombre del inversionista.

En el caso de que el emisor de la deuda no fuera el Gobierno Federal , la empresa deudora tendía que efectuar un depósito en la Tesorería de la Federación a nombre del inversionista, que generaba intereses; en ambos casos, el Gobierno era el encargado de liquidar a los acreedores, contratistas y proveedores del inversionista, siempre y cuando estos no fueran bancos extranjeros o sucursales de estos en el país, casas matrices en el exterior y ninguna otra forma que implicara el flujo de recursos hacia el extranjero.

Existían diferentes modalidades del swap de deuda por acciones, todos ellos contenidos en el "Manual Operativo para la Capitalización de Pasivos y la Sustitución de Deuda Pública por Inversión" publicado por la SHCP y la CNIE, los que servían como guía para los inversionistas.

Estas opciones han sido utilizadas por algunas empresas para desarrollar esquemas de reestructuración de pasivos y mejorar de esta forma la situación financiera de la empresa.

Impactos de los swaps en las variables internas de la economía

Por ser los swaps un medio de canjear pasivos por activos, es importante considerar los efectos potenciales que pueden tener en la economía, en el caso de que sean utilizados para la compra de empresas públicas o desarrollo de proyectos en los que el gobierno tenga que aportar recursos frescos a cambio de su propia deuda.

Por tratarse de un prepago de deuda, el impacto que estos tengan sobre la economía, se va a ver afectado por varios factores como son:

a) **Adicionalidad:** En la proporción de dinero fresco que acompaña a la inversión canjeada por deuda y que va a estar determinada por la apreciación que tenga el inversionista extranjero de México (Políticas de repatriación de dividendos, tasa real de retorno de el capital etc.)

b) **Absorción:** Es el segundo gran factor a considerar en el esquema swap. La absorción depende del grado de desarrollo que tengan los mercados internos de capital, pues la emisión de bonos gubernamentales para avalar la inversión canjeada por deuda debe poder colocarse entre el público inversionista, sin ejercer una gran presión sobre el nivel de las tasas de interés domésticas.

El adecuado balance entre estos dos factores resultará de una gran importancia, pues si el esquema implementado limita fuertemente los montos a canjear, su efecto será negativo sobre la captación de divisas, pudiendo ser magnificado dependiendo del

grado de adicionalidad que tenga el esquema, ya que si este es alto el dinero fresco que podría entrar al país disminuye con su consecuente efecto sobre la inversión.

En el caso de que el esquema destine grandes montos para su canje por inversión, el gobierno se verá en la necesidad de emitir una mayor cantidad de bonos gubernamentales de deuda, lo que podría provocar una presión sobre el nivel de las tasas de interés y por lo tanto, en el nivel de gasto público, lo que podría llevar a un relajamiento en la política monetaria, con sus efectos posteriores en el nivel de precios.

Impactos monetarios directos

El primer paso para determinar los impactos monetarios directos de un esquema de swap, es el hacer la distinción entre el canje de deuda pública o privada por acciones.

En el caso de la deuda privada, la capitalización de pasivos no tiene impacto sobre las variables internas de la economía ya que esta no implica ningún desembolso para el gobierno, si no que únicamente altera la estructura de capital de la empresa.

Cuando se trata de deuda pública, la capitalización si tiene un impacto significativo sobre la economía, pues involucra la participación tanto del gobierno federal como del banco central como agente regulador de las nuevas emisiones de deuda gubernamental.

A diferencia de la inversión extranjera directa tradicional, los swaps no representaran una captación de divisas, si no que más bien son un ahorro en el flujo de divisas hacia el exterior, así como una expansión del crédito doméstico y la deuda interna del gobierno.

Así pues, cuando la inversión extranjera se lleva a cabo vía swaps, la autoridad monetaria tiene que responder de alguna manera para esterilizar este crecimiento en la base monetaria.

La magnitud de las medidas que se tomen para realizar los impactos potenciales de este canje de deuda por acciones, va a depender del grado de adicionalidad del esquema, pues el caso de que éste sea alto, los efectos se van a ver magnificados.

Dadas las características de las economías de los países en desarrollo como México, la medida que parecería más adecuada sería la de contratar nuevos créditos sobre una base preferencial, con el fin de mantener constante el flujo de divisas, complementando esto con un incremento en la capacidad de absorción de la economía, mediante apoyo al desarrollo de los mercados internos de capital, etc., pues el costo de contratar nuevos préstamos para liquidar los swaps es menor al costo de la deuda interna que se tendría que emitir.

Impactos monetarios indirectos.

Además de los impactos que de manera directa tienen los swaps sobre los agregados monetarios, existen otros efectos indirectos vía balanza de pagos y finanzas públicas.

El impacto vía finanzas públicas es de gran importancia en países como México, ya que sus mercados financieros no cuentan con el grado de desarrollo necesario para absorber de manera eficiente la oferta de bonos gubernamentales, además de tener una deficiente estructura tributaria que promueve la evasión fiscal, no dándole oportunidad al gobierno de obtener recursos no inflacionarios para financiar su presupuesto.

Por el lado de la balanza de pagos, el impacto de los swaps se analiza desde la perspectiva de su impacto en el mercado de divisas y la oferta de estas, pues si los flujos generados por conceptos del servicio de la deuda y pagos de principal son superiores a aquellos generados por el pago de dividendos y repatriación de capital, el efecto final será positivo y viceversa.

Por este motivo, es muy importante que el programa de swaps vaya acompañado de un marco regulatorio adecuado sobre las políticas de dividendos que instrumenten las empresas sujetas a capitalizaciones.

Se pueden resumir los mecanismos de transmisión vía balanza de pagos a través de la oferta de divisas que se ve afectada por lo siguiente:

a) El grado de adicionalidad que tenga el programa de conversión, ya que los efectos sobre la oferta de divisas y el nivel de las reservas internacionales se verán magnificados en el caso de que éste sea muy alto.

b) La comparación entre el flujo de recursos hacia el exterior como producto del servicio de la deuda y el generado por concepto de le pago de dividendos, pues como ya se vio dependerá de cual sea mayor para conocer si el impacto es positivo o negativo.

c) El impacto sobre la repatriación y fugas de capital, ya que un programa de conversión que cuente con los atractivos suficientes podría propiciar el retorno de capitales fugados para ser destinados a inversión productiva.

Por otro lado el impacto de los swaps vía finanzas públicas, se dará a través del presupuesto gubernamental, ya que si disminuyen los gastos en sectores no prioritarios y el costo neto de la deuda interna es menor que el de la deuda externa, las necesidades de financiamiento del gobierno disminuirán con su consecuente efecto en el mercado de bonos.

CONCLUSIONES

1. En épocas antiguas, el comercio era muy lento y poco práctico, se necesitaba de varios días para realizar transacciones de intercambio de bienes. Sin embargo, en nuestra época y debido al avance de las comunicaciones, estos procesos se han ido agilizando hasta llegar al traslado de dinero de un país a otro en cuestión de minutos. Esta situación también ha provocado que los tipos de cambio sean más difíciles de mantener y equilibrar.
2. Cualquier país negocia la moneda en el mercado de divisas, es decir, que pone al alcance de todos, monedas y billetes, transferencias y otros instrumentos financieros de casi cualquier país para que éstas sean compradas por los demandantes, y los últimos obtengan fondos para realizar sus operaciones de la manera más rápida posible; lo anterior dependiendo de la plaza en la que los fondos serán transmitidos y del instrumento que utilicen, ya sea al contado, 24 ó 48 horas será el plazo en que obtendrán sus fondos .
3. En México el mercado cambiario se caracteriza por su rápida volatilidad, por realizar operaciones principalmente en dólares y por que mantiene la paridad del dólar en un mercado que al abolirse el control de cambios, puede fluctuar libremente en una banda de 2% de amplitud.
4. Es importante también el papel que juegan los bancos, casas de cambio y sobre todo el Banco de México, ya que en el país participa en el mercado de manera clave pudiendo diversificar su propia cartera y del mismo modo instrumentar la política cambiaria.
5. Existen diversos métodos en que los países cotizan su moneda; una es directa y la otra con respecto al dólar, siendo esta última la más usada debido a la aceptación del dólar como moneda común entre muchos países.

6. Del mismo modo para que cualquier banco actúe en el mercado cambiario, deberá tener fondos suficientes para la gestión de sus pagos internacionales y mantener posiciones largas (long) en fondos de divisas, y por consecuencia, posiciones cortas (short) en su equivalente.

7. En la actualidad los cambistas y corredores deben enfrentar serios problemas debido a la volatilidad de las monedas y ser especialmente observador en aquellas situaciones que afectan o influyen en el tipo de cambio, como puede ser : inflación, la demanda, la entrada o salida de divisas, los movimientos de capitales, etc.

8. Es importante también señalar que no únicamente se realizan operaciones mismo día sino que se pueden realizar inversiones que reditúen tasa futuras (forward) en determinado plazo o tiempo, en las cuales se intercambian divisas pero con su correspondiente contravalor entregado con fecha posterior a la de la operación.

9. Las operaciones anteriormente mencionadas se realizan en una bolsa organizada y regulada por las autoridades competentes, estas operaciones se pueden realizar de distintas formas: a viva voz, electrónicamente o de forma mixta. También existe otra forma de realizar estas operaciones, es decir, sin que intervenga una Casa de Bolsa ya que es un acuerdo entre dos contrapartes, a este tipo de operaciones se les denomina OTC (over-the-counter, operados fuera de bolsa).

10. Cabe mencionar que en las operaciones realizadas en bolsa no existe ningún riesgo, ya que la Cámara de Compensación de Bolsa se convierte en la contraparte de todos los tenedores de posiciones eliminando el riesgo del valor acumulado es decir la variación del valor, la Cámara de Compensación realiza diariamente los pagos y cobros por variación en cotizaciones para mantener un depósito en

garantía para solventar pérdidas. Este riesgo permanece en las operaciones realizadas fuera de bolsa.

11. Para determinar el resultado de la operación pactada a futuro se determinará obteniendo la diferencia entre el precio o tipo de cambio operado y el que existe en el momento en que se entrega la operación entendiéndose que esta entrega se hace en una fecha posterior al de la fecha en que se pacto la operación.

Existen dos tipos de usuarios en los mercados de futuros como: Usuarios de Coberturas (buscan minimizar y prevenir la incertidumbre y por tanto el riesgo), Usuarios Especuladores (asumen el riesgo de mercados con el fin de obtener ganancias).

12. Para determinar en las operaciones a futuro cual fue el resultado que se obtuvo de dicha operación solo es en los futuros financieros intervienen 3 factores de riesgo como los tipos de cambio, tasas de interés y precio de las acciones del capital.

13. El tipo de cambio futuro en operaciones al contado se ve influido por la oferta y demanda de la moneda nacional o extranjera en el futuro , por las tasas de interés y por la comisión del intermediario.

14 Este tipo de operaciones se realizan con más frecuencia en un país en la cual su situación es inestable ya que se operan con la finalidad de obtener beneficios al pactar ya un tipo de cambio ya sea como usuario especulador o usuario de cobertura, algunos de los beneficios que se pueden obtener al hacer este tipo de operaciones es el obtener ganancia o reducir algún costo entre otros.

15. El tipo de cambio a futuro puede manejar ya sea por la demanda u oferta que se presenten en este momento, para que permanezca estable el tipo de cambio, podrán manejarse estos factores, en coacciones la autoridad monetaria ha intervenido para estabilizar el tipo de cambio vendiendo o comprando divisas.

16. En las operaciones cambiarias a futuro interviene para determinar el tipo de cambio de dicha operación principalmente las tasas de interés en los dos países (si hay diferencia puede disminuir o aumentar el tipo de cambio), el conocimiento que se tenga del mercado, solvencia de compradores y vendedores, entre otros.

17. Dentro de la gran diversidad de instrumentos en el mercado cambiario internacional debemos de considerar de gran importancia el swap, que en términos generales es un cambio o canje de deuda. este tipo de instrumento proyecta grandes beneficios a empresas, gobiernos, inversionistas, intermediarios financieros, etc. ya que a través del mismo se inyectan recursos frescos al desarrollo de un proyecto logrando el buen flujo de recursos entre los participantes del swap y beneficiando de manera directa, a la capitalización tan importante en nuestros días, de las empresas. Aunque existen infinidad de modalidades del swap, en forma muy general podemos visualizar los siguientes beneficios de éste instrumento financiero:

- Capitalización de deuda
- Cobertura cambiaria
- Cobertura sobre tasas de interés
- Flujo de efectivo constantes
- Impulso en la participación de entes financieros

BIBLIOGRAFÍA

1. Guerrero Veraza, Javier R. J., El esquema swap en México, México, 1990.
2. Díaz Tinoco / Hernández Trillo, Futuros y opciones -Una introducción-, Editorial Limusa, México, 1994
3. El cambio de divisas y operaciones del mercado monetario, Sociedad de Banca Suiza, Suiza, 1989.
4. Rodríguez de Castro, J., Introducción al análisis de productos financieros derivados, Editorial Limusa, México, 1995.
5. Ojeda Parada, Mónica Estela, Introducción al mercado cambiario, México, 1988.
6. Mansell Carstens, Catherine, Las nuevas finanzas en México, Editorial Milenio, 1a. Edición, México 1992.
7. Krause Mantilla, Erika de los Ángeles, Swaps, una alternativa de cobertura, México, 1992.
8. Sherree Decovny, Swaps, Editorial Limusa, México, 1994.
9. Marshall, John F. Cómo entender los swaps. Editorial C'ECSA, México, 1996.
10. Decovny, Sherree y Tacchi, Christine, Hedging Strategies, Cambridge: Woodhead-Faulkner, Editorial Milenio, México, 1990.

11. Hamilton, James, Una introducción a los productos swaps, México, 1990.
12. Henderson, Schuyler K. y Price, John A. M. , Currency and Interest. Rate Swaps, 2a. Edición, Londres: Butterworths.
13. Durr, Bárbara, Chicago Looks to a new future, The Financial Times, 21 junio, P. 27., 1991.
14. Antl, Boris, Swaps Finance, Vol. 1 y 11, Londres, Publicaciones Euromoney, 1986.
15. Castillo, Alejandro, La política cambiaria, Revista Expansión, 23 Octubre, p. 21, 1996.
16. Elizondo Almaguer, Everardo, Evolución y perspectivas de la economía internacional en la década de los ochenta, Implicaciones para México, Revista Ejecutivos de Finanzas, IMEF, Diciembre, 1989. p.47.
17. García Rivero, Roberto, Financiero Contable, Revista Consultorio fiscal, FCA-UNAM, Junio 1991, p. 101.
18. Ruiz Urquiza y Cía, S.C. El mercado de futuros llega a México, México, 1995.
19. Casa de Cambio Inverlat, Manual Administrativo, Grupo financiero Inverlat, Área: Recursos Humanos, México, 1996.
20. Tiner, John y Connely, Joe, Taking Swaps into account, The treasurer, Vol. 12, N° 2, Febrero 1995, p.30.